ADELA DEACONU

DIAGNOSTICUL și EVALUAREA ÎNTREPRINDERII

1998 Intelcredo

Scanned with OKEN Scanner

Universitatea „Babeș-Bolyai" Cluj-Napoca
Facultatea de Științe Economice
Catedra de Contabilitate

FINANCIAR · IAȘI

ADELA DEACONU

DIAGNOSTICUL și EVALUAREA ÎNTREPRINDERII

Cumpărată de Lulu în zi 1-MAI-1999

Editura INTELCREDO
DEVA

Scanned with OKEN Scanner

ISBN 973-97879-8-3
Copyright Intelcredo © 1998

Publicată de Intelcredo S.A. Deva
2700 Deva, str. 1 Decembrie, nr.16
☎tel. 054-219.000
☎tel. 054-231.683
fax 054-219.000
WEB http://www.intelcredo.ro
e-mail: intelcredo@intelcredo.ro

Toate drepturile asupra acestei lucrări aparțin editurii Intelcredo S.A. Deva. Nici o parte din acest volum nu poate fi copiată sau transmisă prin nici un mijloc, electronic sau mecanic, inclusiv fotocopiere, înregistrare audio sau prin orice alt sistem de stocare și redare a informației, fără permisiunea scrisă din partea editurii Intelcredo Deva.

Tipărită în România

S.C. **Intelcredo** SA Deva
☎tel. 054-219.000

Tiparul executat la Imprimeria „ARDEALUL" Cluj-Napoca
Comanda nr. 80113

Scanned with OKEN Scanner

CUVÂNT ÎNAINTE

Economia, expresie complexă a vieții în general și a faptelor omului în special, reacționează continuu și de multe ori imprevizibil în relațiile sale cu „mediul".

Credem că, în actuala perioadă, economia românească este un „caz" pentru diagnosticarea și, mai ales pentru tratamentul căruia „cercetătorii" și „terapeuții" au de făcut foarte multe. Evident că rolul fiecăruia dintre acești truditori este foarte important, dar șansele lor de succes științific și practic, sunt maxime dacă sunt adevărați profesioniști.

Teoria și practica în domeniu, în țările cu economie de piață tradițională, au evoluat pe măsura economiei acestora. Economia României oferă însă o „cazuistică" extrem de bogată în ceea ce privește „diagnosticarea" și „evaluarea" diverselor sale entități, datorită perioadei și stării de fapt aferente tranziției spre economia de piață.

Cartea d-nei ADELA DEACONU, „Diagnosticul și evaluarea întreprinderii" își propune o temă ambițioasă și abordează cu mult curaj probleme extrem de complicate și actuale.

Lucrarea, structurată în 11 capitole, tratează într-un echilibru cât se poate de reușit, conceptele, teoriile și diversele metode, cu principalele „cazuri" din practica evaluării.

Autorul reușește în afară de o necesară punere în temă a cititorului cu principalele concepții teoretice privind evaluarea, și o structurare / prezentare cât se poate de utilă a metodelor și instrumentelor de lucru, pentru specialistul (practicianul) din economie.

Cartea se adresează în egală măsură specialiștilor, cu sau fără practică în diagnosticarea / evaluarea entităților economice și, bineînțeles studenților sau celor interesați de științele economice.

Scanned with OKEN Scanner

Această carte, a cărei autor merită toată considerația pentru efortul și curajul său, se adaugă și sporește semnificativ zestrea bibliografică în domeniu.

Specialiștii evaluatori, experții în economie și managerii nu au decât de câștigat citind-o și utilizându-i bogatul conținut de informații.

Așteptăm din partea tinerei autoare continuarea demersului științific pe linia începută cu această carte, mai ales acum când economia are atâta nevoie de instrumente și metode de ,,diagnosticare" și când evaluatorul român face o muncă de pionierat.

Alături de felicitările cuvenite autorului nu putem să nu-i transmitem cititorului recomandarea de a zăbovi cu atenție asupra acestei cărți cu care biblioteca sa poate fi mai bogată.

Emil Culda

Manager

Coopers&Lybrand Romania

Scanned with OKEN Scanner

Scanned with OKEN Scanner

CAPITOLUL 1

CADRUL GENERAL AL EVALUĂRII

Evaluarea în general poate fi definită ca un ansamblu de tehnici, procedee și metode prin care se stabilește valoarea unui bun, grupă de bunuri, activ sau întreprindere.

Evaluările se clasifică după mai multe criterii:

1) În funcție de obiectul lor [35]:

- evaluări de bunuri (individuale) sau grupuri de bunuri: un utilaj, o instalație, o clădire;
- evaluări ale elementelor intangibile: imobilizări necorporale, investiții în resurse umane, investiții de natură comercială;
- evaluări de active economice: secții, magazine, părți ale întreprinderii;
- evaluări de întreprinderi.

2) În funcție de modul de evaluare:

- evaluări statice sau patrimoniale, care se bazează pe valoarea intrinsecă a componentelor obiectului evaluat;
- evaluări dinamice sau prin rentabilitate, care lucrează cu noțiuni de flux sau de rentabilitate și au în vedere capacitatea obiectului evaluat de a genera profit;
- evaluări combinate, care lucrează în același timp cu valori patrimoniale și valori de rentabilitate.

3) În funcție de scopul urmărit în evaluare:

a) evaluări contabile

Contabilitatea reflectă doar acele procese economice care pot fi exprimate în bani, aceasta fiind condiția sine qua non a includerii unor elemente economice în patrimoniul întreprinderii.

Evaluarea contabilă constă în asocierea unui sistem de costuri, prețuri, tarife și valori la elementele patrimoniale exprimate cantitativ. În contabilitate, evaluarea intervine în câteva momente specifice care sunt: intrarea bunurilor economice în patrimoniu, ieșirea acestora din patrimoniu, inventarierea periodică și închiderea exercițiului financiar.

Valoarea contabilă prezentă în toate cele patru momente ale evaluării este costul istoric. Pentru a contracara neajunsurile prezentate de acesta, el este corectat cu ocazia inventarului periodic și a închiderii exercițiului financiar-contabil pentru a reflecta deprecierea reversibilă și ireversibilă a elementelor de activ.

Scanned with OKEN Scanner

b) evaluări administrative

Sunt cerute de către organele centrale ale Administrației de stat care sunt interesate în unele aspecte parțiale ale vieții întreprinderii, cum sunt: stabilirea masei impozabile a profitului, reevaluarea mijloacelor fixe. Evaluările administrative au la bază reglementări care neglijează principiile contabile, influențează sau nu înregistrările contabile, se aplică fie tuturor întreprinderilor, fie doar celor în care statul deține ponderea cea mai mare a capitalului.

c) evaluări economice

Evaluarea economică raportează obiectul evaluat la piață. Valoarea de piață, care mai este denumită valoare de schimb, poate fi definită ca cel mai probabil preț care poate fi primit, la o anumită dată, în numerar sau sub forma altor mijloace de plată, pentru o proprietate supusă vânzării pe o piață competitivă care îndeplinește toate condițiile pentru o vânzare corectă, cu un cumpărător și vânzător care acționează prudent, în cunoștință de cauză, pentru propriul interes și fără să fie supuși vreunor constrângeri [41].

Din această definiție se desprind următoarele condiții implicite:

- cumpărătorul și vânzătorul sunt motivați;
- ambele părți sunt bine informate sau sfătuite și fiecare acționează în așa fel încât să-și realizeze propriul interes;
- a fost alocat timp suficient pentru prezentarea obiectului vânzării pe piață;

Scanned with OKEN Scanner

- prețul reprezintă o apreciere normală a proprietății vândute, neafectată de o finanțare specială sau de alte condiții particulare.

Evaluarea economică se realizează prin metode specifice care se prezintă ca un evantai de soluții din care se alege cea considerată adecvată obiectului de evaluat, momentului și conjuncturii în care are loc evaluarea. De asemenea, modul de aplicare a unei metode și rezultatul obținut are și o latură subiectivă care ține cont de priceperea și experiența celui care face evaluarea.

1.1. De ce evaluare economică și nu contabilă?

Evaluarea economică își construiește propriile structuri de analiză pornind de la datele contabilității, care este principala sursă a sistemului informațional al întreprinderii. Mai exact spus este utilizat instrumentul sau procedeul care asigură reflectarea generalizată și sintetică a realității întreprinderii, adică bilanțul contabil. Orice evaluare pornește de la bilanțul contabil care reflectă patrimoniul și rezultatele financiare ale întreprinderii asupra cărora se interesează și evaluarea economică, dar nu se face pe baza bilanțului contabil. Acesta este supus unor corecții de diferite naturi, având în vedere că evaluarea economică ține cont de anumiți factori de influență care nu sunt reflectați în totalitate în contabilitate [35]: cursul valutar, evoluția prețurilor, modalitățile de amortizare, gestiunea internă a fiecărei întreprinderi, utilitatea reală a bunurilor.

Pentru a justifica aceste corecturi aplicate bilanțului contabil se va efectua o scurtă analiză a premiselor contabile care își găsesc ilustrarea în bilanț și care sunt [25] :

Scanned with OKEN Scanner

a) **principiul costului istoric,** instituit de către normele contabile, care este considerat general acceptabil pentru o primă evaluare a elementelor economice.

Acesta reprezintă sacrificiul care a fost consimțit pentru a aduce un bun în patrimoniul întreprinderii la data sa de intrare [30]. El se mai numește valoare de intrare sau contabilă și poate îmbrăca, după caz, forma valorii de utilitate, a costului de achiziție, a costului de producție sau a valorii nominale. Costul istoric este utilizat în contabilitate pentru că este consemnat în documentele justificative care stau la baza înregistrărilor în contabilitate. El are un caracter verificabil și o determinare obiectivă pentru că este rezultatul tranzacțiilor efectuate între întreprinderi.

Dar în timp, cu atât mai mult în cazul economiilor de tip inflaționist, costurile istorice distorsionează noua realitate economică. Principiile contabile au încercat să corecteze această distorsiune prin mecanismul amortizărilor și provizioanelor, iar Administrația de stat, prin intermediul reevaluărilor periodice reglementate pe plan național, obligatorii pentru întreprinderile de stat. Aceste corective nu sunt însă satisfăcătoare pentru cel care face evaluarea economică.

Prin urmare, evaluarea economică va actualiza valorile contabile (costurile istorice) la o așa numită valoare de realizare sau preț al prezentului stabilit în funcție de evoluția prețurilor pe piață. Prin valoare de realizare, ca preț al prezentului sau valoare actuală, se înțelege contravaloarea bunului obținută la vânzarea acestuia și efectuată azi [35].

Scanned with OKEN Scanner

b) raportul de schimb al monedei naționale

Obiectivul înregistrărilor contabile îl constituie redarea imaginii fidele a patrimoniului și a rezultatelor financiare. În ceea ce privește operațiile efectuate de întreprindere, exprimate în devize, imaginea fidelă, spre care trebuie să se tindă la fiecare sfârșit de exercițiu, impune luarea în considerare și înregistrarea eventualelor diferențe de curs valutar legate de creanțe, obligații sau disponibilități în devize. Prin înregistrarea respectivelor diferențe de conversie și eventual a provizioanelor pentru riscuri se actualizează o parte a elementelor patrimoniale în funcție de raportul de schimb al monedei naționale.

Pentru evaluarea economică, urmărirea raportului de schimb și cuantificarea influențelor sale asupra întreprinderii trebuie să îmbrace pe de o parte o formă permanentă, iar pe de altă parte să se extindă asupra tuturor componentelor patrimoniale (de exemplu cazul capitalului subscris și nevărsat exprimat în devize). În unele cazuri, toate componentele bilanțului contabil sunt transformate în devize, la cursul existent la data intrării lor în patrimoniu.

c) preeminența aspectelor juridice în contabilitate

Înregistrările contabile privilegiază aspectele juridice în ceea ce privește activele întreprinderii, lucru care este în detrimentul reflectării realității economice așa cum o dorește evaluarea economică.

În acest sens există două cazuri tipice:

Scanned with OKEN Scanner

¤ bunurile luate în leasing, folosite de întreprindere fără a fi proprietară ca și celelalte forme de închiriere

Din punct de vedere juridic acestea nu se află în proprietatea întreprinderii, deci nici contabilitatea nu le înregistrează ca imobilizări. Însă, din punctul de vedere al analizei financiare și al evaluării economice, toate mijloacele de producție care concură la realizarea exploatării, indiferent că sunt în proprietatea întreprinderii sau doar în folosința acesteia, trebuie să se includă în patrimoniul ei. Ele se iau deci în calculul valorii globale a întreprinderii. Bunurile luate în leasing sunt incluse în rândul activelor la imobilizări. În contrapartidă se majorează creditele pe termen lung, ținându-se cont de modul de finanțare a leasingului, efectuat de o bancă sau de altă instituție financiară, ca și de ideea că, dacă operația de leasing ar înceta brusc, întreprinderea ar fi nevoită să recurgă la un credit pe termen lung.

¤ efectele de comerț scontate înainte de scadență

Sub aspect juridic și implicit contabil acestea sunt scoase din patrimoniul întreprinderii care a transferat dreptul său de creanță băncii finanțatoare.

Din punctul de vedere al analizei financiare și al evaluării economice, nepăstrarea efectelor de comerț până la scadența lor în portofoliul de creanțe denaturează mărimea nevoilor de exploatare în care se includ și creanțele clienți, precum și calculul indicatorului de rotație a activelor circulante: durata creditului clienți. În plus se ține seama de riscul neîncasării creanței de la clienți la scadență, care se repercutează asupra întreprinderii. Astfel, efectele scontate nescadente se reintro-

Scanned with OKEN Scanner

duc în activul bilanțului, iar în contrapartidă se trece aceeași mărime la creditele pe termen scurt, în pasivul bilanțului.

d) principiul prudenței, deși este unul dintre principiile contabile oficializate în cadrul actualului sistem contabil și contribuie la realizarea imaginii fidele din punct de vedere contabil, totuși distorsionează realitatea economică, din punctul de vedere al evaluării economice.

Conform Regulamentului de aplicare a Legii contabilității nr. 82/1991 nu este admisă supraevaluarea elementelor de activ și a veniturilor, respectiv subevaluarea elementelor de pasiv și a cheltuielilor, ținând seama de deprecierile, riscurile și pierderile posibile generate de desfășurarea activității exercițiului curent sau anterior.

Cu alte cuvinte, acest principiu aduce corecții costurilor istorice dar într-un singur sens: în cazul supraevaluării elementelor patrimoniale. Din punct de vedere contabil acest lucru se justifică prin dorința de a avea mai degrabă o imagine fidelă cu tentă pesimistă decât să se ajungă la o supraevaluare a activelor și o diminuare a pasivelor care ar conduce la distribuirea unor dividende fictive.

În ceea ce privește evaluarea economică, pentru aplicarea unora dintre metodele sale patrimoniale, această imagine reflectată în bilanț prin intermediul principiului prudenței este suficientă. Dar, principiul prudenței cere doar contabilizarea minusurilor, nu și a plusurilor dintre valoarea de inventar (actuală) și costul istoric. Acest fapt conduce la crearea unor rezerve latente neînregistrate în contabilitate, dar care sunt luate în considerare la stabilirea valorii întreprinderii prin metodele

Scanned with OKEN Scanner

de evaluare prin rentabilitate și prin metoda patrimonială a activului net contabil corectat.

e) modul specific fiecărei întreprinderi de stabilire a rezultatului financiar

De cele mai multe ori rezultatul financiar înregistrat în contabilitate se îndepărtează de cel normal al sectorului de activitate a întreprinderii, datorită influenței unor elemente specifice cum sunt:

- modalități diferite de evaluare a stocurilor;
- înregistrarea unor provizioane care permit obținerea unui avantaj fiscal (provizioane reglementate);
- existența unor cheltuieli și venituri cu caracter nerecurent (provenite de pe o piață cu caracter excepțional, calamități sau accidente);
- remunerații excesive ale conducătorilor;
- modalități diferite de amortizare a mijloacelor fixe.

Evaluatorul se va îndepărta de rezultatul reflectat prin contul de profit și pierdere și va constata abaterile acestuia de la ceea ce se poate obține ca rezultat mediu în sectorul sau ramura în care își desfășoară activitatea întreprinderea care se evaluează.

Scanned with OKEN Scanner

f) amortizarea mijloacelor fixe

Nici una dintre metodele de amortizare contabilă nu coincide cu expresia valorică a adevăratei uzuri fizice și morale a mijloacelor fixe din două considerente și anume:

- în primul rând este necesară actualizarea mijloacelor fixe față de costul lor istoric și implicit a cotelor de amortizare deja practicate. Evaluatorul va găsi proprii coeficienți de actualizare a mijloacelor fixe pe care îi va aplica costurilor istorice, pentru a determina valoarea actuală reală a acestora;

- în al doilea rând, diferitele modalități de amortizare nu pot reflecta gradul real de uzură a mijloacelor fixe. Amortizarea liniară, cu toate că uneori este numită amortizare economică, nu își găsește justificarea cotelor constante de amortizare în plan practic. Celelalte tipuri de amortizare (degresivă sau accelerată) urmăresc recuperarea rapidă a costului imobilizărilor sau scopuri fiscale, deci cu atât mai puțin vor fi luate în seamă de către evaluator. Acesta își va stabili proprii coeficienți de învechire a mijloacelor fixe (care vor determina cota de amortizare) și îi va aplica costului istoric al acestora.

g) utilitatea activelor economice

În contabilitatea întreprinderii sunt înregistrate și considerate a aparține patrimoniului său toate activele imobilizate și circulante pe care le deține sub aspect juridic, pe baza unor acte de vânzare-cumpărare. În realitate, însă, nu toate aceste active sunt utilizate în exploatarea sa, motiv pentru care nu ar trebui luate în considerare în calcularea valorii întreprinderii în structura sa actuală.

Scanned with OKEN Scanner

De asemenea, cu toate că în structura actuală a întreprinderii sunt implicate în exploatare, unele active nu prezintă utilitate pentru un potențial investitor. Prin urmare, aceste active sunt considerate, în momentul evaluării economice, în afara exploatării și tratate separat.

1.2. Momentele în care se face evaluarea economică

Evaluarea economică poate interveni în următoarele cazuri:

a) când au loc modificări în mărimea capitalului social sau în numărul și componența acționarilor sau asociaților [35];

De exemplu, în cazul majorării capitalului social, prețul de emisiune al noilor acțiuni se stabilește, de regulă, prin evaluarea economică a întreprinderii în momentul respectiv.

De asemenea, în cazul retragerii unui asociat, valoarea acțiunilor sau părților sociale care i se cuvin se determină prin înmulțirea numărului lor cu valoarea unitară a acestora determinată prin evaluarea întreprinderii în momentul respectiv.

Modificările în structura sau mărimea capitalului social apar și în cazul privatizării societăților cu capital de stat. Acestea au fost concepute în condiții economice și politice diferite de cele actuale. Din acest motiv se impune recalcularea valorii acțiunilor lor prin reconsiderarea elementelor patrimoniului, inclusiv a rezultatului financiar, astfel:

- elementele patrimoniale reflectate prin bilanț trebuie aduse la valori de piață;
- rezultatul financiar-contabil din bilanț va fi corectat pentru a se ajunge la un rezultat presupus a se obține în viitor.

Scanned with OKEN Scanner

Evaluarea în cazul privatizării se impune cu atât mai mult cu cât uneori este necesară și restructurarea întreprinderilor. Evaluarea presupune reconsiderarea utilității elementelor patrimoniale și păstrarea numai a celor considerate utile de noul proprietar. Numai acestea vor fi luate în calculul noii valori a întreprinderii sau părților de întreprindere.

b) în anumite tranzacții comerciale când atât vânzătorul cât și cumpărătorul, efectuează evaluarea întreprinderii sau a activelor vândute, respectiv cumpărate;

c) cu ocazia acțiunilor juridice cu scop patrimonial cum ar fi: succesiuni, divizări, fuziuni, falimente;

d) în cazul cotării la bursă, când are loc o primă evaluare în momentul intrării întreprinderii la bursa de valori, iar apoi evaluarea sa este continuă și se face prin metode bursiere.

1.3. Beneficiarii lucrării de evaluare

Beneficiarii unei lucrări de evaluare sunt diverși, adesea ei situându-se în tabere diferite vis-à-vis de o anumită întreprindere: instituții și organisme publice, bănci, creditori, burse, fonduri de investiții, persoane fizice, instanțe judecătorești.

Pozițiile diferite pe care se află aceștia arată clar că nu se poate realiza o singură evaluare de către același evaluator care să satisfacă ambele părți. Altfel va privi întreprinderea un bancher față de un investitor sau de un cumpărător; altfel va privi întreprinderea cumpărătorul față de vânzător, de un posibil asociat în participațiune sau de un creditor [13].

Scanned with OKEN Scanner

Este greu de precizat care este evaluarea corectă, exactă. Percepția asupra unei valori economice determinate diferă în funcție de poziția celui pentru care se face evaluarea și de valorile standard de plecare în evaluare (datele proprii întreprinderii, ca elemente obiective). Intervine în plus și un element subiectiv: evaluatorul și cunoștințele, experiența și capacitatea sa de interpretare. Demersurile sale se concretizează în raportul de evaluare care poate furniza o valoare sau un evantai de valori ce constituie punctul de plecare al negocierilor între părțile participante la operația ce a reclamat evaluarea activului sau a întreprinderii. Dacă acești participanți la tranzacție își au fiecare propriul evaluator, cele două rapoarte de evaluare cu valorile lor vor constitui intervalul de valori de la care se va pleca în negociere.

Pentru ilustrarea punctelor de vedere ale participanților la evaluarea întreprinderii se notează cu:

V_p - valoarea patrimonială;

V_r - valoarea de rentabilitate;

P_c - prețul oferit de cumpărător;

P_v - prețul cerut de vânzător.

a) optica vânzătorului [9]

Pentru acesta, decizia de vânzare echivalează cu o dezinvestiție. El va vinde întreprinderea dacă valoarea actuală a fluxului de lichidități viitoare, evaluată la costul capitalurilor investite de el, (V_{r_v}) este mai mică decât prețul oferit de cumpărător (P_c).

Vânzătorul are la dispoziție trei posibilități:

- oprește exploatarea și vinde întreprinderea pe elementele ei componente (activele) la valoarea patrimonială, (V_{p_v}) dacă:

$$V_{p_v} > V_{r_v} \text{ și } V_{p_v} > P_c$$

Scanned with OKEN Scanner

- continuă exploatarea, dacă:

$$V_{r_v} > V_{p_v} \text{ și } V_{r_v} > P_c$$

- vinde întreprinderea la prețul P_c, dacă:

$$P_c > V_{r_v} \text{ și } P_c > V_{p_v}$$

Prețul cerut de vânzător este $P_v \geq \max\left(V_{r_v}, V_{p_v}\right)$

b) optica cumpărătorului

Pentru acesta, achiziționarea întreprinderii ar fi o decizie de investiții care va depinde de valoarea actuală a fluxului de lichidități viitoare, degajate de întreprinderea evaluată la costul capitalurilor investite de el $\left(V_{r_c}\right)$, de prețul cerut de vânzător $\left(P_v\right)$ și de valoarea întreprinderii cumpărate pe bucăți $\left(V_{p_c}\right)$.

Cumpărătorul are la dispoziție trei posibilități:

- nu cumpără întreprinderea ca întreg sau pe componente (la valoarea patrimonială), dacă:

$$V_{p_c} > V_{r_c} \text{ și } V_{p_v} > P_c$$

- nu cumpără întreprinderea ca întreg, ci preferă să o recreeze prin cumpărarea activelor sale, dacă:

$$V_{r_c} > V_{p_c} \text{ și } P_v > V_{p_c}$$

Scanned with OKEN Scanner

- cumpără întreprinderea ca întreg, dacă:

$$V_{r_c} > P_V \quad \text{și} \quad P_V < V_{p_c}$$

Prețul maxim oferit de cumpărător este $P_c \leq \min\left(V_{r_c}, V_{p_c}\right)$.

Zona de negociere a prețului final se va situa între V_p (calculată de cumpărător) și V_r (calculată de vânzător).

c) cazul particular al societăților cotate la bursă

Pe o piață financiară care funcționează normal, prețul acțiunilor unei societăți cotate este egal cu valoarea lor.

Uneori, pentru o întreprindere dată, este posibil să se ofere un preț mai mare decât valoarea ei, de către cei care dețin informații privilegiate referitor la eficiența acesteia. Pe de altă parte, cei care vor cumpăra cea mai mare parte a capitalului întreprinderii și vor deține controlul vor oferi prețuri care includ o primă de control în raport cu prețul determinat pornind de la cursul normal al acțiunii.

1.4. Evaluatorul și raportul de evaluare

Evaluarea se concretizează într-un studiu realizat de către un evaluator care este o persoană fizică atestată ce efectuează evaluări pe baza legislației și normativelor în vigoare. Evaluarea se realizează optim în echipă (experți contabili, analiști financiari, experți tehnici, juriști), ea având un caracter pluridisciplinar.

Scanned with OKEN Scanner

Evaluatorul trebuie să respecte în munca sa următoarele principii [35]:

a) independență, care presupune obiectivitate, responsabilitate și integritate morală;

b) competență și probitate profesională;

c) bună informare în domeniul micro- și macroeconomic și în domeniul legislativ;

d) corectitudine în raport cu beneficiarul lucrării, cu ceilalți experți, cu Administrația financiară și dacă este cazul, cu societatea de evaluare pentru care lucrează;

e) rezultatele evaluării pot fi exploatate doar de cel care le-a comandat și în scopul pentru care a făcut-o.

Inițierea unei acțiuni de evaluare are la bază următoarele etape:

a) organizarea unei licitații sau o cerere adresată direct evaluatorului

În cazul organizării unei licitații se elaborează un caiet de sarcini care cuprinde descrierea temei sau a obiectului evaluării, precum și drepturile și obligațiile evaluatorului și beneficiarului. Caietul de sarcini constituie baza pentru cererea de ofertă la licitarea evaluării.

b) încheierea contractului sau convenției civile între evaluator și beneficiar care cuprinde diverse date cum sunt: părțile contractante, definiții ale termenilor utilizați în contract, obligațiile evaluatorului, condițiile de plată, obligațiile beneficiarului, anexe la contract (printre care lista documentelor și informa-

Scanned with OKEN Scanner

ților ce vor fi puse la dispoziția evaluatorului de către beneficiar).

c) obținerea documentelor necesare evaluării din partea întreprinderii:

- bilanțuri pe ultimii trei ani;
- alte situații existente la beneficiar sau întocmite de acesta la cererea evaluatorului în scopul cunoașterii activității întreprinderii.

Concluziile acțiunii de evaluare sunt cuprinse în Raportul de evaluare. Acesta prezintă valorile economice determinate prin evaluare, precum și argumentarea respectivelor soluții la care a ajuns evaluatorul. Valorile întreprinderii determinate prin mai multe metode de evaluare se înscriu într-un interval care indică o valoare reprezentativă a acesteia. În jurul acestei valori se vor face negocierle de către participanții la tranzacția ce a reclamat evaluarea întreprinderii. Cu titlu facultativ se anexează Raportului de evaluare o documentație care se referă la modul în care s-a desfășurat acțiunea de evaluare.

Structura raportului de evaluare nu este standardizată, putând să difere în funcție de obiectul evaluat și de contractul încheiat între evaluator și beneficiarul lucrării de evaluare. În linii generale, raportul de evaluare cuprinde: prezentarea obiectului evaluării, motivarea acțiunii de evaluare, prezentarea bazelor evaluării, menționarea informațiilor disponibile, enunțarea metodologiei de evaluare și evidențierea concluziilor evaluării.

Scanned with OKEN Scanner

Un conținut cadru al raportului de evaluare este prezentat în Hotărârea Guvernului nr. 457/1997 care, în cazul vânzării de întreprinderi, cuprinde:

- metodele de evaluare folosite;
- scenariile de evaluare utilizate în cadrul fiecărei metode;
- ipotezele tehnico-economice care stau la baza scenariilor de evaluare;
- alte elemente pentru fiecare metodă de evaluare și fundamentarea acestora;
- prezentarea calculelor aferente fiecărui scenariu;
- rezultatele evaluării;
- specificarea surselor de informații;
- concluzii și recomandări.

1.5. Etapele acțiunii de evaluare

a) Diagnosticul extern sau strategic al întreprinderii;

b) Diagnosticul intern sau al funcțiilor întreprinderii, care cuprinde:

- Diagnosticul funcțiilor de exploatare ale întreprinderii, care se subîmparte în:
  - ¤ diagnosticul juridic;
  - ¤ diagnosticul comercial;
  - ¤ diagnosticul producției-exploatării;

Scanned with OKEN Scanner

¤ diagnosticul personalului.

- Diagnosticul funcției financiar-contabile a întreprinderii sau diagnosticul financiar-contabil.

c) Aplicarea metodelor de evaluare:

- stabilirea ipotezelor de evaluare;
- construirea valorilor patrimoniale, de rentabilitate, combinate sau bursiere care vor fi utilizate;
- aplicarea calculelor de evaluare;
- stabilirea intervalului de valori corespunzător întreprinderii evaluate.

O altă formă de prezentare a etapelor evaluării este:

a) latura abstractă de determinare a slăbiciunilor și punctelor forte ale întreprinderii, care cuprinde:

- **diagnosticul strategic,** care reprezintă aprecierea calitativă a relațiilor întreprinderii cu mediul său, a organizării interne a producției și a muncii, a integrării pe diferitele piețe de desfacere a produselor sale etc;
- **diagnosticele funcțiilor întreprinderii,** care reprezintă aprecierea calitativă a structurii interne a întreprinderii, ilustrată prin funcțiile sale: juridică, comercială, a producției-exploatării, a personalului și financiar-contabilă.

Scanned with OKEN Scanner

b) **latura concretă** a calculelor propriu-zise, care constă în:

- **corectarea bilanțului contabil și/sau a contului de profit și pierdere** ținând seama de următorii factori de influență: curs valutar, evoluția prețurilor, implicații de natură contabilă și fiscală (modalități de amortizare, modalități de stabilire a rezultatului contabil), utilitatea activelor, diferite elemente de venituri și cheltuieli nerecurente etc.;

- **aplicarea calculelor de evaluare la valorile patrimoniale și/sau de rentabilitate determinate** și obținerea intervalului de valori ale întreprinderii în funcție de ipotezele de evaluare reținute.

Scanned with OKEN Scanner

Scanned with OKEN Scanner

CAPITOLUL 2

DIAGNOSTICUL STRATEGIC AL ÎNTREPRINDERII

2.1. Cadrul general

Pentru a evalua o întreprindere trebuie luate în considerare caracteristicile sale economice care sunt strâns legate de cele strategice.

Strategia întreprinderii reprezintă ansamblul deciziilor și acțiunilor care sunt legate de orientările principale ale activității și de structurile proprii întreprinderii. Ea se concretizează într-o logică economică care constă în cunoașterea nevoilor consumatorilor și a tendințelor cererii, a sectorului de activitate în care funcționează întreprinderea, precum și a concurenței prezente și viitoare a acesteia [24].

Deciziile și acțiunile strategice se deosebesc de cele de gestiune curentă (de exemplu, gestiunea trezoreriei sau a personalului etc.) prin aceea că:

- au un caracter global, nu analitic, individualizat;
- se înscriu într-o perspectivă de lungă durată, fiind elaborate într-un interval lung de timp și de manieră metodică;
- vizează proiecte cu consecințe durabile, ale căror rezultate apar în timp.

Cunoașterea deciziilor și acțiunilor strategice ale întreprinderii este importantă în evaluare pentru că acestea influențează nivelul și structura rezultatelor activității întreprinderii, în funcție de care i se stabilește acesteia valoarea.

Analiza perspectivelor strategice ale întreprinderii conduce la stabilirea unui diagnostic strategic. Diagnosticul strategic are la bază metode disparate; informațiile pe care se bazează sunt eterogene și inegal structurate și nu se bazează pe un material concret, coerent, cuantificabil, accesibil cum este cazul diagnosticelor funcțiilor întreprinderii.

În ultimă instanță, diagnosticul strategic se referă la poziția întreprinderii în sectorul său de activitate, ori cunoașterea acestuia se dovedește deseori dificilă. De aceea, pe plan mondial s-au depus eforturi în vederea stabilirii unei baze de date privind întreprinderile unui anumit sector de activitate, în vederea poziționării și definirii strategiei întreprinderii în raport cu obiectul de activitate, sectorul căruia îi aparține și concurenții săi. Un exemplu al unei asemenea baze de date este cel al Centralei Bilanțurilor Băncii Franței, care lucrează cu un eșantion de mai multe mii de întreprinderi aparținând industriei franceze și în special sectorului bunurilor de echipament industrial.

Scanned with OKEN Scanner

De asemenea s-au elaborat modele de analiză strategică a mediului concurențial al întreprinderii dintre care reprezentative sunt: modelul BCG (Boston Consulting Group), modelul ADL (Arthur D. Little) și modelul McKinsey [24].

Un alt model este cel elaborat de către Credit Commercial de France care încearcă modelarea sintetică a realității strategice și financiare a întreprinderii [17]. Este vorba de modelul IS/IE-AC care cuprinde un modul strategic și altul financiar. Modelul se bazează pe un sistem de indicatori care iau valori proprii întreprinderii analizate și permit reprezentarea acesteia pe o scară de valori, în vederea stabilirii poziției sale pe piață.

2.2. Obiectivele diagnosticului strategic

Obiectivele diagnosticului strategic sunt definite pornind de la accepțiunea de strategie care reprezintă ansamblul acțiunilor ce permit întreprinderii să obțină și să conserve un avantaj concurențial [12].

Aceste obiective sunt:

a) segmentarea sau cuplul „produse - piețe"

Se referă în primul rând la conținutul ofertei întreprinderii în materie de game de bunuri și servicii și în materie de meserii și activități exercitate. Legat de aceste subobiective se va analiza aptitudinea întreprinderii de a-și diversifica oferta sau de a asigura calificarea multiplă a personalului.

Scanned with OKEN Scanner

În al doilea rând, acest obiectiv vizează diferitele piețe pe care operează întreprinderea. Prin piață se înțelege atât piața din punct de vedere geografic, cât și piața ca și țintă socio-economică. În acest context se urmărește gradul de extindere, de internaționalizare și de segmentare a piețelor.

b) relațiile cu mediul în care evoluează întreprinderea

Mediul specific întreprinderii se referă la concurenți, parteneri, puteri publice, instituții și grupuri sociale. Diagnosticul strategic urmărește relațiile pe care le întreține întreprinderea la toate nivelele: pe același nivel cu ea (concurența), precum și în amonte și în aval de ea. În particular se urmărește acordul între întreprinderi, parteneriat, operații de joint-venture, subtratare (lohn), integrare contractuală.

c) deciziile strategice ce țin de structura internă

Acestea se referă în primul rând la decizii privind diviziunea muncii și modul de organizare și de coordonare a diferitelor secții și servicii ale întreprinderii.

În al doilea rând este vorba de decizii legate de modul de gestionare a întreprinderii.

Pentru a reliefa eventualele puncte forte sau slabe ale întreprinderii, diagnosticul strategic urmărește dacă aceasta:

- a apelat la anumite filiale ale sale pentru realizarea anumitor activități;
- a creat un mod de gestiune descentralizat;

Scanned with OKEN Scanner

- a creat un nou sistem informațional;
- a trecut cumva de la un mod de organizare a costurilor pe funcțiuni la unul pe activități sau pe meserii.

Organizarea pe funcțiuni sau pe activități se referă la sistemul de urmărire a costurilor întreprinderii realizat de către controlul de gestiune.

Organizarea pe funcțiuni urmărește crearea costurilor pe funcții ale întreprinderii, funcții realizate în cadrul serviciilor funcționale specifice sau ale secțiilor de producție. Toate aceste funcții, care pot fi direct sau indirect legate de producție, concură la realizarea obiectului de activitate al întreprinderii: produs, lucrare sau serviciu. Pentru a se ajunge la costul complet al obiectului de activitate, componentele sale parțiale sunt urmărite, alături de ale altor produse, pe funcții ale întreprinderii. În final are loc decantarea costului unitar pe fiecare produs, lucrare sau serviciu.

Organizarea sistemului de urmărire a costurilor pe activități este alternativa modernă în acest domeniu. Ea abandonează optica funcțională și dă prioritate noțiunii de activitate. Costurile sunt urmărite pe fiecare activitate definită pentru o anumită întreprindere, începând de la inițierea acesteia și până la finalizare.

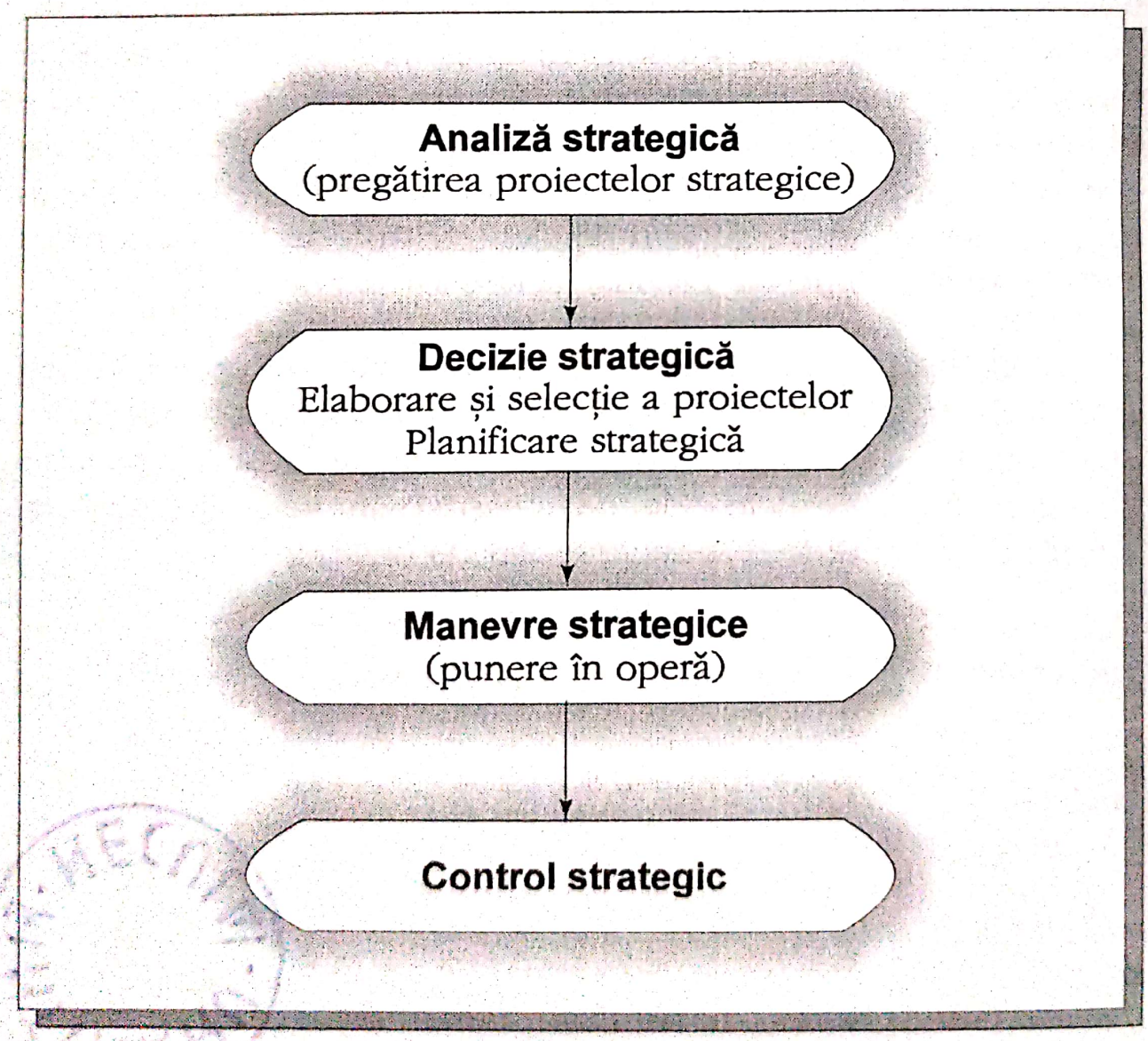
MINISTERUL FINANȚELOR PUBLICE

Scanned with OKEN Scanner

2.3. Etapele de realizare a diagnosticului strategic

După definirea obiectivelor diagnosticului strategic trebuie cunoscute etapele managementului strategic, etape care sunt analizate de către evaluator.

Produsul sau produsele deciziilor strategice sunt proiectele strategice. Realizarea lor presupune parcurgerea următoarelor etape [12]:



Scanned with OKEN Scanner

a) Analiza strategică sau pregătirea proiectelor strategice

Pregătirea proiectelor strategice constă într-o analiză externă și internă.

Analiza externă se referă la mediul în care își desfășoară activitatea întreprinderea, distingând amenințările la adresa acesteia sau oportunitățile.

Analiza internă se referă la structura internă a întreprinderii, depistându-i punctele forte sau slăbiciunile.

Pornind de la atuurile întreprinderii și corectându-i slăbiciunile se pot valorifica ocaziile favorabile pe care le oferă mediul și piața, protejând-o în același timp de amenințările acestora.

b) Luarea deciziilor strategice

Este continuarea primei etape și se bazează pe constatările acesteia. După elaborarea proiectelor strategice se impune uneori ierarhizarea lor pe motiv că nu toate proiectele sunt simultan realizabile. În acest caz se procedează la: identificarea proiectelor strategice, confruntatea lor, selecționarea proiectelor favorabile a căror realizare este prioritară, ținând cont de mijloacele de care se dispune și de planificarea lor operațională în anii care vin.

c) Punerea în operă și controlul strategic al proiectelor

Realizarea proiectelor impune urmărirea lor sistematică. Se compară realizările efective cu proiectele programate și se aduc eventuale corecții pentru schimbări de direcție sau adaptarea la noile condiții, putându-se chiar abandona unele dintre ele.

Scanned with OKEN Scanner

Pentru a stabili diagnosticul strategic al întreprinderii evaluate, evaluatorul parcurge toate aceste etape ale acțiunii strategice:

- își formează opinia asupra modului în care a uzat întreprinderea de oportunitățile interne, externe și cum s-a apărat împotriva riscurilor;
- urmărește proiectele elaborate, dacă corespund potențialului întreprinderii și cum s-au realizat;
- ia în calcul corecțiile efectuate pe parcurs de către întreprindere și își formează o opinie, ținând cont de toate acestea, asupra șanselor de reușită a proiectelor strategice.

2.4. Mijloacele și procedeele de lucru ale diagnosticului strategic

Informațiile privind întreprinderea și mediul în care ea acționează se culeg prin următoarele mijloace de lucru:

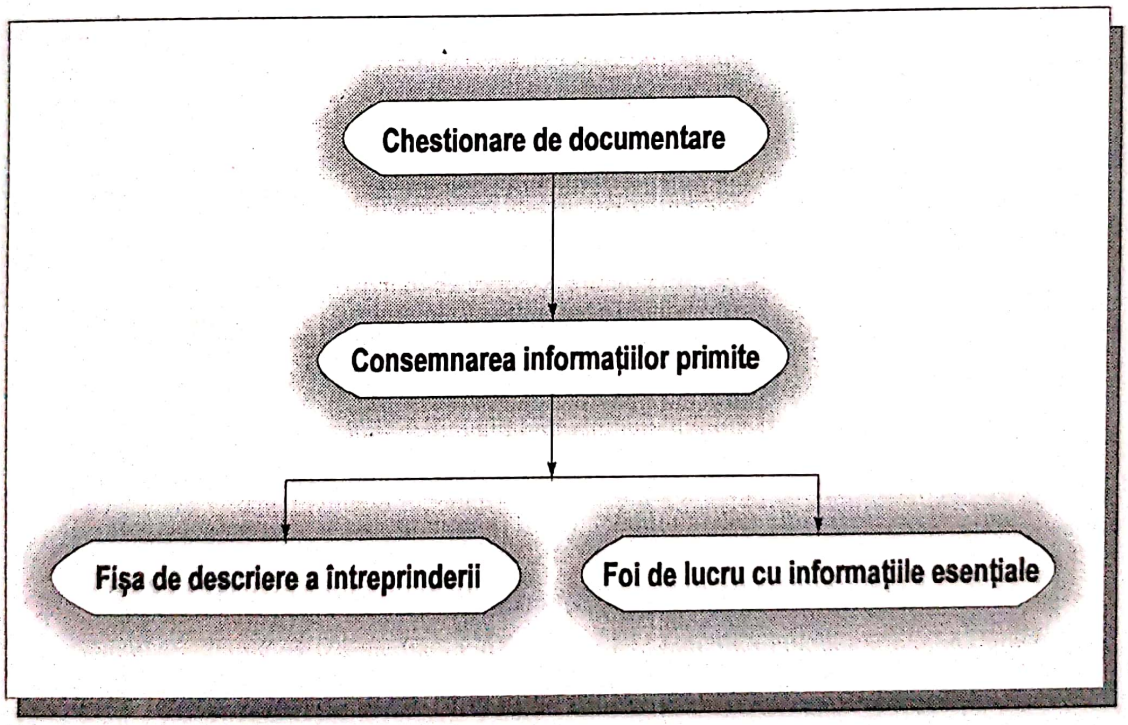
- informațiile interne, prin: discuții cu personalul și responsabilii diferitelor sectoare ale întreprinderii, întâlniri cu conducătorul întreprinderii, întâlniri cu persoanele care au efectuat controlul intern sau extern al activității întreprinderii (cenzorii, auditorii interni sau auditorii contractuali);
- informațiile externe, prin apel la: organismele publice la care este înregistrată întreprinderea (Registrul comerțului, Administrația financiară, Camera de comerț).

Scanned with OKEN Scanner

Procedeele de lucru constau în [35]:

- chestionare de documentare cu format tipizat sau cu întrebări specifice;
- consemnarea răspunsurilor;
- extragerea din acestea a informațiilor utile evaluării și consemnarea lor în cadrul unor foi de lucru;
- construirea unei fișe de descriere a întreprinderii.

Schematic, procedeele de lucru se prezintă astfel:



Scanned with OKEN Scanner

Scanned with OKEN Scanner

CAPITOLUL 3

DIAGNOSTICUL FUNCȚIILOR ÎNTREPRINDERII

3.1. Cadrul general

Obiectiv și componență

Organizarea unei întreprinderi se bazează pe „cei cinci M“ [12]:

- Market (poziție pe piață, rețea de distribuție, imagine);
- Merchandise (calitate și evaluare a stocurilor);
- Materials (evaluare cantitativă și calitativă a imobilizărilor, mai ales în privința nivelului tehnologic, a performanțelor și a fiabilității);
- Men (potențial uman, calitatea relațiilor, a organizării și a gestiunii);
- Money (gestiune financiară).

Aceste caracteristici ale organizării interne se realizează în cadrul funcțiilor întreprinderii. Funcția întreprinderii desemnează grupul de operații care participă la satisfacerea uneia dintre nevoile sale.

Diagnosticul funcțiilor întreprinderii constă în cumularea aprecierilor calitative asupra fiecărei funcții pe care este structurată aceasta. În acest sens se elaborează un diagnostic intern (al funcțiilor întreprinderii).

Funcțiile întreprinderii care fac obiectul diagnosticului sunt:

- funcția juridică;
- funcția comercială;
- funcția de producție-exploatare;
- funcția de personal;
- funcția financiar-contabilă.

Uneori acestor funcții li se adaugă funcția de cercetare-dezvoltare. În cadrul diagnosticului, aceasta nu este întotdeauna tratată distinct, din motiv că activitatea de cercetare nu se regăsește la toate întreprinderile.

Diagnosticul de evaluare urmărește identificarea tuturor factorilor de risc interni și externi ai întreprinderii. Astfel, diagnosticul de evaluare oferă ipoteze pentru evaluarea propriu-zisă care anticipează viitorul întreprinderii, îi dă acesteia valori prelucrând datele existente din care, prin analiză, se extrag tendințe pentru viitor, atuuri sau slăbiciuni.

Cu toate că orice evaluare și orice evaluator pornesc de la niște valori obiective ce caracterizează o întreprindere, rezultatele lor sunt diferite pentru că interpretarea calitativă a activității între-

Scanned with OKEN Scanner

prinderii manifestată prin funcțiile sale sugerează o implicare subiectivă ce ține de calitățile evaluatorului. De aceea o evaluare nu seamănă cu alta chiar dacă este făcută pentru aceeași întreprindere.

Mijloace de realizare și procedee de lucru

Mijloacele de realizare se referă la suportul documentar pe care îl primește evaluatorul în baza contractului încheiat cu beneficiarul lucrării de evaluare. Este vorba de:

- bilanțuri pe ultimii trei ani ;
- situații și documente specifice fiecărei funcții a întreprinderii (existente sau întocmite în scopul evaluării);
- informații culese prin chestionarele de diagnostic.

Procedeele de lucru utilizate în stabilirea diagnosticelor funcțiilor întreprinderii sunt [35]:

- teste de fiabilitate a datelor;
- chestionare de diagnostic;
- constatări pe teren;
- efectuarea unor descrieri, calcule sau comentarii ale evaluatorului consemnate în foi de lucru;
- întocmirea pentru fiecare diagnostic parțial a unei fișe sintetice a diagnosticului în care se trec concluziile favorabile (oportunități ale mediului și puncte forte ale întreprinderii) și concluziile nefavorabile (riscuri datorate mediului și slăbiciuni ale întreprinderii).

Scanned with OKEN Scanner

- **Testele de fiabilitate a datelor** verifică:
  - dacă sunt corecte;
  - dacă principiile de stabilire sunt conforme cu reglementările;
  - dacă sunt complete pentru a nu induce erori de interpretare;
  - dacă există corelații între documente privind anumite informații;
  - dacă sunt fiabile.

- **Chestionarele de diagnostic** cuprind întrebări care trebuie să fie: clare, accesibile, în număr restrâns, să nu sublinieze importanța unei probleme, să nu sugereze răspunsul etc.

- **Foile de lucru** conțin: descrierea lucrărilor efectuate (inclusiv testele de fiabilitate) și concluziile acestor lucrări, menționarea documentelor utilizate.

- **Fișa sintetică a diagnosticului** cuprinde, pentru fiecare diagnostic, informațiile din documentele prezentate de întreprindere și cele obținute pe baza chestionarelor; situațiile întocmite de evaluator și foile de lucru ale acestuia.

Fișa sintetică este structurată astfel:
- obiective urmărite;
- descrierea acțiunilor întreprinse;
- concluzii sub forma oportunităților și riscurilor create de factori externi întreprinderii, precum și a punctelor forte și slabe create de factorii specifici acesteia.

Scanned with OKEN Scanner

Foile de lucru și fișele sintetice ale diagnosticelor constituie elemente de argumentare a soluțiilor propuse în raportul de evaluare.

3.2. Diagnosticul juridic

Acest diagnostic urmărește relațiile întreprinderii cu proprietarii, salariații și terții sub aspectul conformității cu actele legislative. Verificarea se face pornind de la textele juridice și se urmărește modul lor de aplicare. Astfel se au vedere [35]:

1) Legiferări privind constituirea, funcționarea, asocierea

În acest context se verifică următoarele:

- actele de constituire (contract de societate și statut) – dacă corespund întreprinderii;
- registrele Adunării generale a acționarilor (asociaților) – cum s-au îndeplinit hotărârile acestora de către Consiliul de administrație;
- registrele ședințelor Consiliilor de administrație – dacă s-a realizat ceea ce a hotărât managerul;
- registrul acționarilor – dacă reflectă componența și structura capitalului la zi;
- registrul acțiunilor – dacă reflectă toate modificările în deținerea proprietății asupra acțiunilor privind cesiunea, succesiunea și altele;
- alte contracte încheiate de întreprindere (asociere în participațiune) – dacă prezintă validitate.

Scanned with OKEN Scanner

2) Dreptul civil

Sub acest aspect se verifică:

- actele de proprietate prin care se atestă dreptul de posesiune, folosință și dispoziție asupra bunurilor întreprinderii – dacă există și dacă prezintă validitate.

3) Dreptul comercial

În cadrul acestuia se analizează drepturile și obligațiile izvorâte din raporturile cu partenerii comerciali: furnizori, clienți, bănci.

Astfel se urmăresc:

- actele (contractele) de închiriere, locație de gestiune, concesionare, leasing – dacă există și dacă prezintă validitate;
- contractele cu partenerii de afaceri – dacă se încalcă practici în domeniul concurenței, dacă sunt necesare, oportune ori s-au încheiat în condiții avantajoase pentru întreprindere;
- contractele de credite pe termen scurt, mediu sau lung – dacă se justifică, dacă nu afectează rentabilitatea economică, dacă există garanții;
- acțiunile juridice în curs cu persoane fizice sau juridice pentru litigii cu caracter comercial – dacă există și ce vechime au.

Scanned with OKEN Scanner

4) Dreptul muncii

În cadrul acestuia se urmăresc următoarele aspecte:

- contractele de muncă colective și individuale – dacă există, dacă includ sau nu participarea la beneficii, dacă includ clauze care pot fi afectate de transferul dreptului de proprietate al întreprinderii;
- convențiile civile – dacă sunt respectate condițiile legale pentru încheierea unor asemenea convenții;
- actele privind protecția muncii – cum se respectă;
- evidențele privind personalul (evidența operativă a personalului, state de plată) – dacă sunt ținute la zi;
- eventualele litigii cu salariații;
- datele ultimului control al organismelor de asigurare și protecție socială – dacă s-au aplicat sancțiuni, dacă s-au făcut recomandări, dacă s-au achitat obligațiile scadente;
- acțiunile sindicatului – dacă au existat conflicte cu întreprinderea.

5) Dreptul fiscal

În acest context se verifică:

- reglementările fiscale specifice sectorului întreprinderii;
- datele ultimului control – data la care a avut loc, constatări, respectarea recomandărilor;
- litigiile fiscale – dacă sunt vechi sau în curs, dacă au avut loc repetări ale unor litigii.

Scanned with OKEN Scanner

Concluziile diagnosticului juridic pot fi:

a) concluzii privind factorii externi întreprinderii:

- oportunități: facilități privind forma de organizare, facilități privind tranzacțiile interne și externe;
- riscuri: restricții privind forma de organizare sau funcționare, relațiile cu partenerii, presiuni din partea sindicatelor.

b) concluzii privind factorii interni întreprinderii:

- puncte forte: statut corespunzător, relații contractuale corecte, absența litigiilor, a datoriilor fiscale sau față de terți, contracte de credit încheiate corect și asigurarea reînnoirii celor pe termen scurt;
- puncte slabe: statut necorespunzător situației reale, lipsa de contracte pe termen lung cu partenerii, litigii cu partenerii ori cu salariații.

Scanned with OKEN Scanner

3.3. Diagnosticul comercial

Urmărește conturarea pieții pe care acționează întreprinderea și locul acesteia pe piață, atât în prezent cât și în perspectivă.

În vederea stabilirii diagnosticului comercial interesează următoarele aspecte:

1) Aprovizionările și furnizorii

În privința aprovizionărilor se va analiza:

- intrările de produse pe grupe, sortimente, furnizori;
- ritmicitatea aprovizionărilor;
- asigurarea continuității aprovizionărilor și a stocului de siguranță;
- caracteristicile aprovizionărilor: preț, calitate, facilități sub forma garanțiilor și a calității serviciilor de garanție.

În privința furnizorilor, evaluatorul va analiza:

- relațiile cu furnizorii tradiționali;
- distanța față de furnizori;
- durata creditului comercial primit din partea furnizorilor;
- dacă există sau nu relații de dependență față de furnizori;
- dacă se întreține relații privilegiate cu furnizorii din cadrul grupului căruia îi aparține întreprinderea.

Scanned with OKEN Scanner

2) Produsele, lucrările și serviciile oferite de întreprindere

Evaluatorul va analiza:

- tipurile de activități în cadrul cărora se obțin produsele sau serviciile (comerț, servicii, producție, chirii și altele);
- tipurile, volumul și ponderea diferitelor produse, grupe de produse și servicii oferite în totalul producției (ofertei);
- oferta întreprinderii prin raportarea la standardele specifice sectorului său de activitate;

→ pentru analiza realizării ofertei pe sortimente se pot utiliza indicatorii:

» **coeficientul realizării ofertei pe sortimente** (k_s) [8], care reflectă modul de realizare a ofertei pentru fiecare sortiment în parte, în raport cu producția marfă planificată, a perioadei precedente sau a standardelor sectorului.

$$k_s = \frac{Q'_m}{Q_{m_o}}$$

unde:

$$Q'_m = \sum_{i=1}^{n} \min (q_1 p_o <> q_o p_o)$$

» **coeficientul mediu de structură** (k_{st}) [21], care reflectă modul de asigurare a structurii producției:

$$k_{st} = 1 - \frac{\sum_{i=1}^{n} |\Delta g_i|}{100}$$

Scanned with OKEN Scanner

unde:

Δg_i - modificarea ponderii fiecărui sortiment (produs).

- asigurarea ritmicității producției;

→ pentru analiza ritmicității producției se pot utiliza indicatorii:

» **indicele ofertei generale** (I_{Q_m}) [8],
care raportează producția marfă realizată (Q_{m_1}) la cea planificată, cea a perioadei precedente sau la standardele sectorului (Q_{m_o}).

$$I_{Q_m} = \frac{Q_{m_1}}{Q_{m_o}}$$

» **coeficientul de ritmicitate** (k_r) [21]

$$K_r = 1 - \frac{\Delta q}{q_o}$$

unde:

q – suma abaterilor negative pe subdivizuni de timp.

- viteza de rotație a stocurilor (producției) obținute;
- caracteristicile produselor: calitate, sezonalitate, grad de învechire, grad de înnoire, perisabilitate, prețuri;

Fântânaru - A. Necula

Scanned with OKEN Scanner

→ pentru analiza calității produselor se pot utiliza indicatorii:

» **coeficientul mediu de echivalență** ($\bar{k}_{ej}$) [5], care raportează producția echivalentă în produse de marcă $\left(\sum q_k \cdot t_k\right)$ și producția fizică din sortimentul respectiv $\left(\sum q_k\right)$

$$\bar{k}_{ej} = \frac{\sum_{i=1}^{n} q_k \cdot t_k}{\sum_{i=1}^{n} q_k}$$

unde:

t_k reprezintă coeficienții de transformare a produselor de o anumită clasă de calitate în produse de marcă și se determină ca raport între prețul celor două elemente.

Indicatorul se analizează în raport cu perioada precedentă sau cu normele sectorului privind standardele de calitate.

» **coeficientul mediu de calitate** (k) [33]

$$k = \frac{\sum_{i=1}^{n} q_i \cdot t_i}{\sum_{i=1}^{n} k_{q_i}}$$

unde:

Scanned with OKEN Scanner

q_i - cantitatea de produse din fiecare clasă de calitate;
k_i - cifra care indică clasa de calitate.

Indicatorul se analizează în raport cu normele sectorului privind standardele de calitate.

→ pentru analiza gradului de înnoire a produselor se pot calcula indicatorii [35]:

» **număr de produse noi/număr total de produse;**

» **valoarea produselor noi în perioada analizată/cifra de afaceri a perioadei.**

- produse fabricate pe bază de licență sau a căror prelucrare este cedată subunităților.

3) Cifra de afaceri și clienții

În privința cifrei de afaceri se vor analiza:

- care sunt sursele principale de venituri, evoluția în timp și tendința acestora în viitorul apropiat;

- raportul dintre cifra de afaceri și producția fabricată a unei perioade care se compară cu valoarea acestuia în perioada precedentă.

  Astfel se urmărește gradul de realizare a producției fabricate și se poate trage o primă concluzie privind poziția întreprinderii pe piață.

- structura pieții întreprinderii (internă sau externă) și posibilități de extindere;

Scanned with OKEN Scanner

- rețeaua de distribuție, în privința căreia interesează: eventuala dependență a întreprinderii de anumiți distribuitori, gradul de cointeresare a distribuitorilor;
- căile de transport existente și posibilitățile de îmbunătățire.

În privința clienților se vor analiza:

- relațiile cu clienții tradiționali;
- dacă există clienți de care întreprinderea este dependentă, caz în care interesează solvabilitatea acestora și efectele comportamentului și situației lor financiare asupra întreprinderii;
- ponderea și evoluția principalilor clienți interni și externi;
- riscuri legate de clienți: clienți incerți, clienți rău platnici, clienți pentru care se prefigurează schimbări ale conducerii, în structura acționariatului ori schimbări organizatorice, durata creditului comercial acordat clienților;
- preocupări de atragere a unor noi clienți și de dezvoltare a pieții actuale a întreprinderii.

4) Promovarea produselor și serviciilor întreprinderii

În legătură cu aceasta se analizează:

- participarea la târguri și expoziții;
- acțiuni proprii de genul contactelor cu clienții, asimilărilor de produse;
- acțiuni publicitare și ponderea lor (TV, ziare, panouri);

Scanned with OKEN Scanner

- mărimea cheltuielilor cu publicitatea (procent din cifra de afaceri) pe ultimii trei ani;
- imaginea întreprinderii creată prin publicitate și posibilitățile de îmbunătățire a acesteia.

Concluziile diagnosticului comercial pot fi:

a) concluzii privind factorii externi întreprinderii:

- oportunități: posibilități de cucerire a unor noi piețe, creșterea pieții pentru un anumit produs, existența subvențiilor la export;
- riscuri: concurența puternică, restricțiile fiscale și juridice, creșterea exigențelor de calitate și a celor privind operativitatea, distrugerea rețelelor de distribuție tradiționale, pierderea clienților tradiționali, scăderea cererii solvabile, apariția produselor de substituție.

b) concluzii privind factorii interni întreprinderii:

- puncte forte: produsele de calitate, livrarea rapidă, oferirea de garanții și service, rețeaua de distribuție bine pusă la punct, activitatea de marketing de bună calitate, clienții stabili, creșterea exporturilor;
- puncte slabe: produsele scumpe, marketing-ul de proastă calitate, publicitatea redusă, dezinteresul pentru promovarea de noi produse, deficiențele în aprovizionarea cu materii prime și materiale, calitatea proastă a aprovizionărilor, lipsa de contracte.

Scanned with OKEN Scanner

3.4. Diagnosticul producției-exploatării

Diagnosticul producției-exploatării constă în aprecierea mijloacelor fixe, a procesului de producție-exploatare, a căilor de acces și a resurselor energetice.

1) Aprecierea mijloacelor fixe vizează următoarele aspecte: dinamica, structura, starea și modul de utilizare.

a) Dinamica mijloacelor fixe

Pentru analiza dinamicii mijloacelor fixe se pot calcula indicatorii:

» **coeficienții intrărilor, ieșirilor și mișcării globale a mijloacelor fixe** [24] care se determină astfel :

$$\frac{I}{F} \cdot 100\,,\quad \frac{E}{F} \cdot 100\,,\ \text{respectiv}\ \frac{I+E}{F} \cdot 100$$

unde:

I – intrări de mijloace fixe;
E – ieșiri de mijloace fixe;
F – total mijloace fixe.

» **echipament de producție pe salariat** $= \dfrac{F_e}{N_{p_m}}$

unde:

F_e – mijloace fixe în exploatare;
N_{p_m} – efectiv mediu de personal productiv

Scanned with OKEN Scanner

b) Structura mijloacelor fixe

Pentru aprecierea structurii mijloacelor fixe se pot utiliza indicatorii [24]:

» **coeficientul de structură pe categorii de mijloace fixe** (Ks)

$$K_s = \frac{F_i}{F} \cdot 100$$

unde:

F_i – mijloace fixe de categoria i (clădiri, utilaje, construcții speciale etc.).

» **coeficientul mijloacelor fixe active** (K_a)

$$K_a = \frac{F_a}{F} \cdot 100$$

unde:

F_a – mijloace fixe active.

c) Starea mijloacelor fixe

Pentru aprecierea stării mijloacelor fixe se urmăresc: mijloacele fixe în stare de funcționare dar neutilizate, mijloacele fixe neutilizate din lipsă de piese de schimb, mijloacele fixe neamortizate, mijloacele fixe cu grad mare de uzură nepuse în funcțiune pentru că nu sunt rentabile, mijloacele fixe în funcțiune cu grad avansat de uzură fizică și morală.

În acest scop se pot calcula indicatorii:

Scanned with OKEN Scanner

» **coeficientul de modernizare** (K_m) [24], care reflectă ponderea mijloacelor fixe modernizate în totalul mijloacelor fixe:

$$K_m = \frac{F_m}{F} \cdot 100$$

unde:

F_m – mijloace fixe modernizate.

» **gradul de uzură** (K_u) [8]:

$$K_u = \frac{U_F}{F}$$

unde:

U_F – uzura reală (tehnică) a mijloacelor fixe;
F – valoarea inițială (de inventar) a mijloacelor fixe.

» **gradul de reînnoire** ($K_î$) [8]:

$$K_î = \frac{V_î}{F_t \text{ sau } F_m}$$

unde:

$V_î$ – valoarea mijloacelor fixe noi;

F_t – valoarea totală a mijloacelor fixe la sfârșitul perioadei de gestiune;

F_m – valoarea medie a mijloacelor fixe.

Scanned with OKEN Scanner

d) Modul de utilizare a mijloacelor fixe

Pentru aprecierea modului de utilizare a mijloacelor fixe se pot calcula indicatorii:

» **indicele de utilizare a mijloacelor fixe** (I_F) [8]:

$$I_F = \frac{F_a}{F_i}$$

unde:

F_a – numărul sau valoarea mijloacelor fixe utilizate în exploatare;
F_i – numărul sau valoarea mijloacelor fixe stabilite prin inventar.

» **gradul de utilizare a capacității de producție** (C_p) [33]:

$$C_p = \frac{Q}{Q_{max}}$$

unde:

Q – producția obținută;
Q_{max} – producția maximă.

Indicatorul se poate exprima și în unități de timp.

» **indicele de utilizare intensiv** (I_n) [33]:

$$I_n = \frac{Q}{k \cdot T}$$

Scanned with OKEN Scanner

unde:

Q – volumul producției;
k – caracteristica dimensională a mijloacelor fixe;
T – timpul de funcționare a mijloacelor fixe.

» **randamentul utilizării mijloacelor fixe** (r) [33]:

$$r = \frac{Q}{N} \text{ sau } \frac{Q}{T}$$

unde:

Q – volumul producției;
N – numărul de mijloace fixe;
T – timp de funcționare a mijloacelor fixe.

» **producția marfă, valoarea adăugată, cifra de afaceri, rezultatul exploatării sau profitul brut la 1000 lei mijloace fixe.**

2) Aprecierea procesului de producție-exploatare constă în analiza tehnologiei folosite și a organizării producției. Această etapă a diagnosticului producției se structurează astfel:

a) Caracteristicile producției [35]

- organizarea generală: caracteristicile sau tipul procesului de producție (special, standard, pe stoc, pe comandă, în serie), procedeele de fabricație (proprii sau cumpărare de licențe), dotare cu mijloace fixe;

Scanned with OKEN Scanner

- fluxul de producție: structură, posibilități de fluidizare (eliminarea întreruperilor), reducerea duratei sale;

- nivelul de automatizare: nivel actual și dacă acesta este suficient pentru realizarea produselor întreprinderii, posibilități de creștere în anumite secții, dacă personalul actual va putea aplica noile tehnologii.

Pentru a determina gradul de automatizare se studiază, cu ajutorul indicatorilor, raportul mașinilor manuale, mecanizate sau automatizate în totalul mașinilor folosite în întreprindere.

Posibilitățile de ameliorare a producției sunt: noi licențe, tehnologii sau brevete, creșterea gradului de automatizare, noi achiziții de echipamente, posibilitatea de a lucra cu subfurnizori.

b) Productivitate și metode de organizare a muncii, legat de care se urmărește:

- nivelul productivității muncii (W), care se poate reflecta prin mai mulți indicatori printre care se numără următorii:

$$\overline{W} = \frac{CA}{T}$$

unde:

CA – cifra de afaceri;
T – timp de muncă exprimat în număr de salariați, zile, om-zile.

Scanned with OKEN Scanner

$$W = \frac{Q_m}{N_s}$$

unde:

Q_m – volumul producției marfă;
N_s – număr mediu scriptic de personal.

$$W = \frac{T_h}{Q_f}$$

unde:

T_h – timp efectiv prestat pentru întreaga producție fizică.

Acest ultim indicator poate fi detaliat pe tipuri de produse obținute și interpretat prin referințe la valorile medii ale sectorului.

- nivelul actual de utilizare a capacității de producție măsurat prin ore/mașină realizate; influența asupra acesteia a unor factori obiectivi, a lipsei materiilor prime și a energiei electrice, a eventualelor întreruperi ale procesului tehnologic; mărimea abaterilor capacității de producție reale față de cea normală (standard);

- norme de producție: cum și cine le actualizează și dacă sunt respectate.

Scanned with OKEN Scanner

c) Programarea și controlul producției

→în ceea ce privește programarea producției se urmărește:

- dacă există un compartiment de lansare în producție, dacă lansarea în producție ține cont de comenzi, de planificarea desfacerilor și de stocuri.

→în ceea ce privește controlul producției se urmărește:

- dacă există și cum este organizat;
- dacă procedurile de control corespund necesităților și ce posibilități de îmbunătățire a controlului există;
- dacă se respectă termenele de livrare.

d) Calitatea produselor, în privința căreia se urmărește:

- controlul calității produselor analizat sub aspectul: existenței, modului de organizare și a referințelor utilizate cum sunt: standardele, normele, sistemele de calitate sau auditul calității;
- procentul de refuzuri și returnări în termenele de garanție, procentul de rebuturi;
- potențialul legat de calitate: noi metode de control tehnic de calitate, noi organisme de control extern.

Scanned with OKEN Scanner

3) Aprecierea căilor de acces și a utilităților pentru producție, pentru care se analizează: existentul, eficiența utilizării ca și posibilitățile de îmbunătățire a acestora.

Concluziile diagnosticului producției-exploatării pot fi:

a) concluzii privind factorii externi întreprinderii:

- oportunități: apariția unor noi procedee de producție și echipamente sau a unor căi de transport și de acces care ar putea fi exploatate de către întreprindere;
- riscuri: restricții legale privind poluarea, restricții fiscale privind amortizarea mijloacelor fixe, norme de calitate mai aspre.

b) concluzii privind factorii interni întreprinderii:

- puncte forte: utilaje moderne, grad optim de folosire a mijloacelor fixe și a capacităților de producție, fluiditate a fluxului tehnologic, randament ridicat de utilizare a mijloacelor fixe;
- puncte slabe: mod defectuos de organizare a producției sau a transportului, grad avansat de uzură fizică și morală a mijloacelor fixe.

Scanned with OKEN Scanner

3.5. Diagnosticul personalului

Acest diagnostic are în centrul său resursa umană de care dispune întreprinderea, urmărindu-se structura, modul de organizare și gestionare a acesteia.

Evaluatorul va insista asupra următoarelor aspecte legate de personal: structura organizatorică a întreprinderii, cadrele de conducere și personalul de execuție.

1) **Structura organizatorică a întreprinderii** diferă în funcție de mărimea întreprinderii. La întreprinderile mari și mijlocii se regăsește cea mai complexă structură, formalizată într-o organigramă. Aceasta este alcătuită după principiul funcțional și ierarhic piramidal. Pe verticală se regăsesc funcțiile întreprinderii iar pe nivelele orizontale ale piramidei compartimentele care realizează aceste funcții. La baza piramidei este trecut personalul de execuție, ajungându-se spre vârful piramidei la personalul de conducere.

   În privința structurii organizatorice evaluatorul va urmări:

   - dacă există un regulament de organizare și funcționare (ROF) care să indice atribuțiile, competențele și răspunderile, detaliat pe direcții, departamente, compartimente și posturi;
   - dacă organizarea actuală permite cadrelor de conducere și de execuție să cunoască exact activitățile, rolul și atribuțiile care le revin;
   - dacă există posibilități de îmbunătățire a structurii organizatorice actuale;

Scanned with OKEN Scanner

- cum se respectă principiul de protejare a patrimoniului care nu permite cumulul de funcții ce ar putea conduce la fraude (exemplu: magazioner + contabil, magazioner + responsabil aprovizionare).

2) Cadrele de conducere [35]

Referitor la acestea se analizează următoarele aspecte:

- ce atribuții și competențe au, ce instrucțiuni de funcționare au emis și cum răspund de patrimoniul încredințat;
- cine stabilește remunerarea lor, dacă sunt cointeresați, dacă au depus garanțiile legale;
- caracterizare: vârstă, formare, experiență, specializare și domenii de decizie;
- stilul de conducere: colegial sau autoritar, centralizat sau descentralizat, pe obiective (desemnarea unui responsabil pe compartimente, pe lucrări);
- relațiile lor: dependență față de un grup sau de acționarii majoritari, de bănci, de stat, de mediul economico-social;
- stabilitatea într-un anumit post și ce efecte ar avea schimbarea conducerii asupra activității.

Scanned with OKEN Scanner

3) Personalul de execuție

În legătură cu personalul de execuție se analizează: dimensiunea, structura și calificarea; circulația și stabilitatea; utilizarea timpului de muncă.

a) Analiza dimensiunii, structurii și calificării personalului de execuție

Pentru analiza dimensiunii personalului se calculează diferiți indicatori ai efectivelor cum sunt [24]: număr scriptic de personal, număr mediu scriptic, număr maxim, efectiv scriptic prezent la lucru;

→ În privința structurii personalului se procedează la:

- analiza structurii personalului pe: meserii, vârstă, natura contractului de muncă, forme de pregătire;
- calculul unor indicatori cum este raportul dintre muncitorii direct productivi și cei auxiliari, pe întreprindere și/sau pe schimburi.

→ În privința calificării personalului se procedează la:

- calculul unor indicatori specifici cum sunt:
  - **coeficientul calificării medii** ($\bar{k}$) [24]:

$$\bar{k} = \frac{\sum_{i=1}^{n} k_i \cdot n_i}{\sum_{i=1}^{n} n_i}$$

unde:

n_i – numărul de personal din categoria i;
k_i – categoria de încadrare.

» **salariul mediu tarifar pe o persoană** (S_m) [8]

$$S_m = \frac{\sum_{i=1}^{n} n_i \cdot s_i}{\sum_{i=1}^{n} n_i}$$

unde:

n_i – numărul de personal cu salariul i;
s_i – salariul de nivel i.

» **coeficientul complex al calificării personalului** (C_c) [8]

$$C_c = \sum_{i=1}^{n} k_{pi} = \frac{\sum_{i=1}^{n} n_i \cdot p_i}{\sum_{i=1}^{n} n_i}$$

unde:

k_{pi} – coeficienții parțiali ai calității;
n_i – numărul de personal care îndeplinește criteriu i;
p_i – punctaje acordate calității personalului pe criterii.

¤ analiza concordanței dintre nivelul calificării personalului și gradul de complexitate a lucrărilor de efectuat, realizată prin compararea orelor de manoperă rezultate din tehnologia de fabricație cu structura de fabricație;

¤ analiza formării personalului sub unghiul: totalului cheltuielilor pentru formarea continuă, a numărului celor care

Scanned with OKEN Scanner

au efectuat stagii de specializare, tipurilor de perfecționări și a frecvenței acestora.

b) Analiza circulației și stabilității personalului

Aceasta se realizează prin calculul indicatorilor:

» **coeficienții parțiali ai intrărilor, ieșirilor și circulației totale a personalului** [8] care raportează intrările, ieșirile, respectiv totalul intrărilor și ieșirilor de personal la numărul mediu scriptic al personalului;

» **coeficientul fluctuației (k_f)** [8]:

$$K_f = \frac{E_s}{N_s}$$

unde:
N_s – număr mediu scriptic
E_s – număr de ieșiri

Analiza indicatorului poate fi adâncită prin detalierea ieșirilor de personal pe profesii, vârste sau cauze (obiective ori subiective).

» **coeficientul stabilității (k_s)** care se poate calcula:

$$k_s = \frac{N_v}{N_s}$$

unde:
N_v - numărul de personal cu vechime mai mare de cinci ani [8]

Scanned with OKEN Scanner

$$G_s = 1 - N_t$$

unde:

$N_t = \frac{1 + E_s}{N_s}$ este coeficientul circulației totale a personalului [24].

Aprecierea pertinentă a indicatorului se face în corelație cu analiza cauzelor eventualei instabilități care pot fi obiective, ca de exemplu restructurări ale întreprinderii sau disponibilizări de personal. De asemenea, stabilitatea personalului nu este întotdeauna direct proporțională cu potențialul întreprinderii legat de personal.

c) Analiza utilizării timpului de lucru a personalului

Aceasta urmărește următoarele aspecte:

→ folosirea timpului de muncă, prin calculul

» **coeficientului de utilizare a fondului de timp maxim disponibil (C_u)** [24]:

$$C_u = \frac{T_1}{T_{md}}$$

unde:

T_1 – timpul efectiv lucrat;
T_{md} – timpul maxim disponibil.

Scanned with OKEN Scanner

→ raportarea unor indicatori valorici cum sunt cifra de afaceri, producția exercițiului sau valoarea adăugată la numărul de salariați;

→ analiza grevelor și a conflictelor de muncă prin calculul indicatorilor:

» **număr de greve și de zile de grevă pe o perioadă determinată;**

» **coeficientul de importanță a grevei (k_i)** [24]:

$$k_i = \frac{\text{număr de greviști}}{\text{număr total de salariați}} \cdot 100$$

Concluziile diagnosticului organizării și conducerii personalului pot fi:

a) concluzii privind factorii externi întreprinderii:

¤ oportunități: facilități fiscale care stimulează recrutarea unui anumit gen de salariați sau privind formarea continuă a personalului; posibilități de recrutare a personalului calificat, existența de centre de reprofilare a personalului;

¤ riscuri: presiuni externe privind salariile, greve generalizate într-o anumită ramură, reglementări legale privind contractele sau convențiile civile, personal slab calificat în domeniul automatizării, fluctuația personalului, restrângerea activității datorită mediului economic, relații cu sindicatele.

Scanned with OKEN Scanner

b) concluzii privind factorii interni întreprinderii:

- puncte forte: personal tânăr, cointeresare materială, organizare suplă a muncii, conducere descentralizată, creșterea relativă a personalului operativ, creșterea stabilității personalului, preponderența categoriei maxime de încadrare, asigurarea condițiilor pentru desfășurarea continuă a activității;

- puncte slabe: inexistența sau deficiențe ale regulamentului de organizare și funcționare a personalului, slăbiciuni ale funcționării propriu-zise a „sistemului" de organizare, folosirea incompletă a potențialului legat de personal, neasigurarea protecției și securității muncii, lipsa cointeresării materiale, dezinteres al întreprinderii pentru specializarea personalului, politică defectuoasă de recrutare și asigurare cu personal, productivitate scăzută a muncii.

Scanned with OKEN Scanner

CAPITOLUL 4

DIAGNOSTICUL FINANCIAR-CONTABIL AL ÎNTREPRINDERII

Acest ultim diagnostic stabilit de către evaluator se bazează pe concluziile celorlalte diagnostice parțiale, așa cum funcția financiar-contabilă valorifică informațiile celorlalte funcții exercitate în întreprindere. Diagnosticul financiar-contabil reprezintă o sinteză a pașilor făcuți până acum de evaluator, o concluzionare din punct de vedere contabil și financiar a activității întreprinderii pe o perioadă determinată de timp (1-3 ani).

În cadrul diagnosticului financiar-contabil se diferențiază diagnosticul contabil și diagnosticul financiar.

Diagnosticul contabil se referă la modul de organizare a contabilității financiare, la modul de reflectare, potrivit unor principii și norme existente, a activității întreprinderii. Contabilitatea financiară reflectă la un moment dat situația patrimoniului și a rezultatelor financiare ale întreprinderii prin culegerea și înregistrarea tuturor informațiilor furnizate de celelalte funcții ale întreprinderii.

Scanned with OKEN Scanner

Diagnosticul financiar urmărește aceleași informații privind activitatea întreprinderii într-o anumită perioadă de timp, dar sub aspectul gestiunii financiare și a modului de alocare a resurselor de finanțare la nevoile de finanțat. Diagnosticul financiar își primește informațiile privind operațiile derulate în cadrul fiecărei funcții a întreprinderii prin intermediul contabilității care deja a prelucrat aceste date. În completarea datelor contabile, funcția financiară utilizează datele culese prin mijloace proprii.

În concluzie, diagnosticul contabil și cel financiar se alătură în cadrul aceleiași funcții datorită caracterului lor de sinteză și surselor informaționale comune, însă trebuie stabilite separat de către evaluator.

4.1. Diagnosticul contabil

Spre deosebire de celelalte funcții ale întreprinderii, funcția contabilă constă în înregistrarea unor fapte sau operații deja petrecute, adoptând o poziție neutră de redare cu exactitate și fidelitate a realității întreprinderii. Operațiile economice desfășurate în întreprindere, ca urmare a deciziilor proprii acesteia, au presupus intervenția personalului și a structurilor diferitelor funcții de execuție. Contabilitatea, sub aspectul ei mecanic de înregistrare, redă aceste operații conform unor principii și norme obligatorii și unitare la nivel macroeconomic. Ea are caracterul obiectiv al oricărei forme de evidență care implică corectitudine și fidelitate în redarea realității la nivel micro- și apoi macroeconomic. Contabilitatea trebuie să fie un instrument de cunoaștere, urmărire, verificare și control a activității întreprinderii, care este în relație directă cu utilizatorii externi ai acestor informații. Deschiderea spre exterior a contabilității o obligă

Scanned with OKEN Scanner

la transparență, rigurozitate, consecvență, continuitate și exactitate în aplicarea normelor și principiilor care o ghidează [26].

Specificul funcției contabile influențează modul de abordare și de stabilire a diagnosticului contabil de către evaluator. Evaluatorul va judeca modul de reflectare sub forma valorilor contabile a realității deja cunoscute de el prin stabilirea celorlalte diagnostice parțiale.

Acesta va aprecia fiabilitatea valorilor contabile existente și modul în care contabilitatea a reușit să-și realizeze obiectivul de redare a imaginii fidele a patrimoniului, a situației financiare și a rezultatelor. Diagnosticul contabil pus de către evaluator va consta în stabilirea unor puncte forte sau slabe ale acesteia sub aspectul bunei credințe, a corectitudinii și a exactității aplicării normelor contabile.

În concluzie, examenul modului de organizare a contabilității și stabilirea diagnosticului contabil reprezintă o validare a datelor care vor fi utilizate în calculele de evaluare propriu-zise sau poate să releve unele puncte slabe care vor penaliza valoarea întreprinderii.

În demersul său, evaluatorul se poate servi de constatările auditorului financiar-contabil materializate în raportul de audit. De obicei, evaluatorul recunoaște competența profesională și probitatea morală a auditorului, nerecurgând personal la verificările proprii lucrării de audit decât prin câteva sondaje.

Accepțiunea actuală a noțiunii de **audit** constă în revizia sau verificarea și controlul conturilor. Verificarea efectuată de către auditor reprezintă un control extern, legal sau contractual. Pentru un profesionist este vorba de a-și forma o convingere asupra validității documentelor financiare ale întreprinderii și de a se asigura că acestea traduc bine operațiile în integralitatea lor și că nu dau o imagine contrară situației efective [29].

Scanned with OKEN Scanner

În cadrul auditului financiar, legal sau contractual, exprimarea opiniei auditorului se referă la conturile anuale (bilanț contabil) și constată dacă acestea au fost regulat și sincer întocmite și dacă prezintă o imagine fidelă, clară și completă asupra patrimoniului, situației financiare și a rezultatelor.

În România modul de realizare a misiunii sale este reglementat prin Normele de audit financiar și de certificare a bilanțului contabil nr. 1/1995 elaborate de CECCAR. Auditorul trebuie să verifice prin tehnica sondajului și inspirația proprie, existența concordanței dintre bilanțul contabil și registrele de contabilitate; modul de ținere a registrelor de contabilitate conform reglementărilor în vigoare; respectarea cu bună credință a regulilor privind evaluarea patrimoniului și a celorlalte norme și principii contabile.

Auditul verifică contabilitatea printr-un examen de formă și de fond după cum urmează [38]:

1) Examenul de formă al contabilității verifică:

a) dacă este completă și clară, acoperă cu rigurozitate și transparență toate aspectele economice ce pot fi exprimate valoric și întocmește documentele sale proprii, anexând și documentele justificative.

În acest context se verifică:

- registrele obligatorii prevăzute de Legea contabilității nr.82/1991: Registrul-Jurnal, Registrul Inventar, Registrul Cartea Mare;
- registrul de procese verbale ale Adunarii generală a acționarilor (asociaților) și ale Consiliilor de administrație;
- corespondența intrată sau ieșită;
- alte documente justificative: facturi, chitanțe, bonuri.

Scanned with OKEN Scanner

b) dacă este exactă aritmetic
În acest context se verifică: calculele aritmetice în evaluarea contabilă, întocmirea documentelor centralizatoare, a balanțelor și a bilanțului; transcrierile dintr-un document în altul; preluarea corectă a datelor sintetice și analitice în balanța de verificare și în bilanț; concordanța cifrică dintre documentele justificative și registrele contabile.

c) dacă este probantă, adică dacă toate înregistrările contabile au la bază documente justificative cum ar fi: facturi, chitanțe fiscale, bonuri, carnete de cecuri, extrase de cont, bonuri de predare la magazie; sau există situații analitice ori desfășurătoare analitice (privind produsele în curs de execuție, situația stocurilor).

d) dacă este coerentă ținând cont de: cunoașterea generală a întreprinderii, sectorul de activitate și datele comune ale situațiilor bilanțului contabil (bilanț, cont de rezultate, anexă).

2) Examenul de fond al contabilității verifică:

a) asigurarea imaginii fidele și fără omisiuni a realității economice ce reiese din documentele justificative și transpunerea acesteia în documentele de sinteză contabilă.

Astfel prezintă importanță deosebită corectitudinea în:

- înregistrarea operațiilor legate de existența și modificarea capitalului propriu;
- evaluarea patrimoniului;

Scanned with OKEN Scanner

- întocmirea bilanțului contabil pe baza balanței de verificare sintetică, a situației financiare (existența garanțiilor la împrumuturi acordate și primite, existența resurselor financiare necesare desfășurării activității) și a contului de profit și pierdere, pe baza datelor disponibile;
- stabilirea profitului net și a destinațiilor acestuia.

b) prezentarea bilanțului contabil potrivit principiilor contabile și ale reglementărilor în vigoare;

c) luarea în considerare a unor evenimente posterioare închiderii exercițiului financiar.

Concluziile diagnosticului contabil pot fi:

- puncte forte: îndeplinirea tuturor cerințelor enunțate, prezentarea reglementară ca formă și fond;
- puncte slabe: registrele de contabilitate nu au valoare probantă; s-au constatat omisiuni totale sau parțiale, intenționate sau nu ale unor operațiuni; s-au constatat cheltuieli și venituri neînregistrate; s-au constatat erori prin compararea informațiilor furnizate de documentele de sinteză; unele informații nu sunt sincere, putând fi înșelătoare pentru acționari sau terți în caz de publicare; nu s-au publicat informațiile obligatorii privind întreprinderea.

Scanned with OKEN Scanner

4.2. Diagnosticul financiar

Diagnosticul financiar pus de către evaluator are rolul de a aprecia manifestarea funcției financiare a întreprinderii ce face obiectul evaluării. Dacă funcția financiară este bine reprezentată în întreprindere, în sensul existenței unui personal specializat care să facă analize financiare pertinente și formalizate, constatările acestuia pot fi preluate de către evaluator. Totuși, acesta le va aprecia calitatea și în situația în care corespund, le va valida. Dacă în întreprindere nu există materializată o analiză financiară pe perioada trecută (trei ani) luată în calcul de către evaluator, acesta o va face singur.

În continuare se va prezenta modul în care se face analiza financiară și cum se pot aprecia rezultatele financiare, echilibrele și resursele financiare de care s-a dispus, utilizarea acestora, precum și randamentul capitalurilor investite. Această parte a muncii de evaluare este importantă nu numai în punerea diagnosticului financiar, care încheie diagnosticele parțiale, ci și în efectuarea unor primi pași în faza de realizare propriu-zisă a evaluării. Este vorba de transformarea bilanțului contabil în bilanț financiar și definirea unor expresii sau valori necesare metodelor de evaluare patrimoniale.

Bilanțul contabil este principala sursă informațională pentru toți terții interesați în activitatea întreprinderii. Dacă informația contabilă constituie punctul de plecare în diagnosticul financiar, un material necesar și în mod special adaptat acestuia, ea nu poate fi totuși acceptată ca atare de către analiza financiară. Există diferențe între optica contabilă și cea financiară. Optica financiară urmărește alte finalități și perspective. Informațiile contabile sunt legale, obligatorii. Prin urmare, pe de o parte trebuie să respecte reglementările juridice, iar pe de altă parte sunt informații normalizate sau formalizate. În opinia analiștilor financiari, aceste două constrângeri impuse contabilității, deformează, în unele cazuri, realitatea economică și financiară a întreprinderii.

Scanned with OKEN Scanner

→ Primul aspect menționat și anume constrângerea juridică constă în metode contabile care în înregistrarea unor operații privilegiază aspectul juridic al acestora. În acest sens se pot exemplifica:

- bunuri folosite perioade lungi de timp în întreprindere influențându-i activitatea, dar care nu sunt în proprietatea acesteia, prin urmare nu apar în bilanțul contabil;
- efecte de comerț încasate înainte de scadență, scoase din activul bilanțului cu toate că responsabilitatea întreprinderii rămâne până în momentul în care clientul său își achită obligația;
- diferite evaluări care sunt influențate de reguli fiscale.

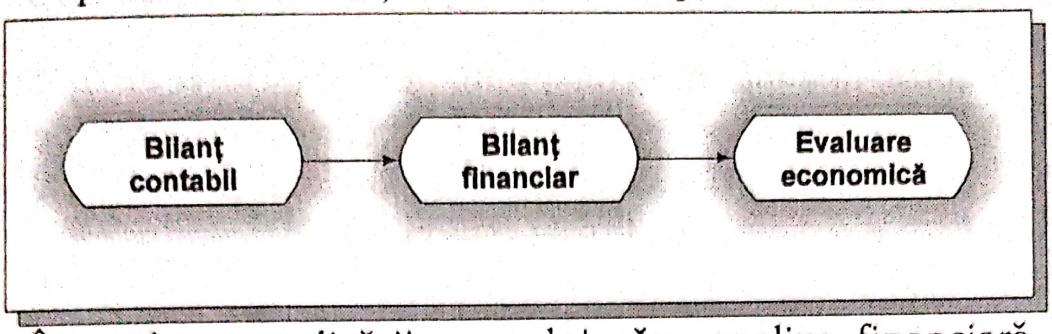
→ Al doilea aspect menționat, cel de normalizare a contabilității financiare, constă într-o serie de convenții și principii contabile obligatoriu de aplicat de către întreprindere, care la rândul lor denaturează uneori realitatea financiară.

În consecință, bilanțul contabil va fi reprelucrat în vederea găsirii unei imagini financiare reale. Trebuie menționat că evaluarea, care tinde spre o imagine economică cât mai aproape de realitate, aduce uneori alte ajustări acestui bilanț financiar, ținând cont de unii factori care nu sunt luați în considerare în analiza financiară.

- exemplu: utilitatea activelor patrimoniale, mijloace fixe folosite sau nu, actualizare la inflație, gradul real de învechire etc.

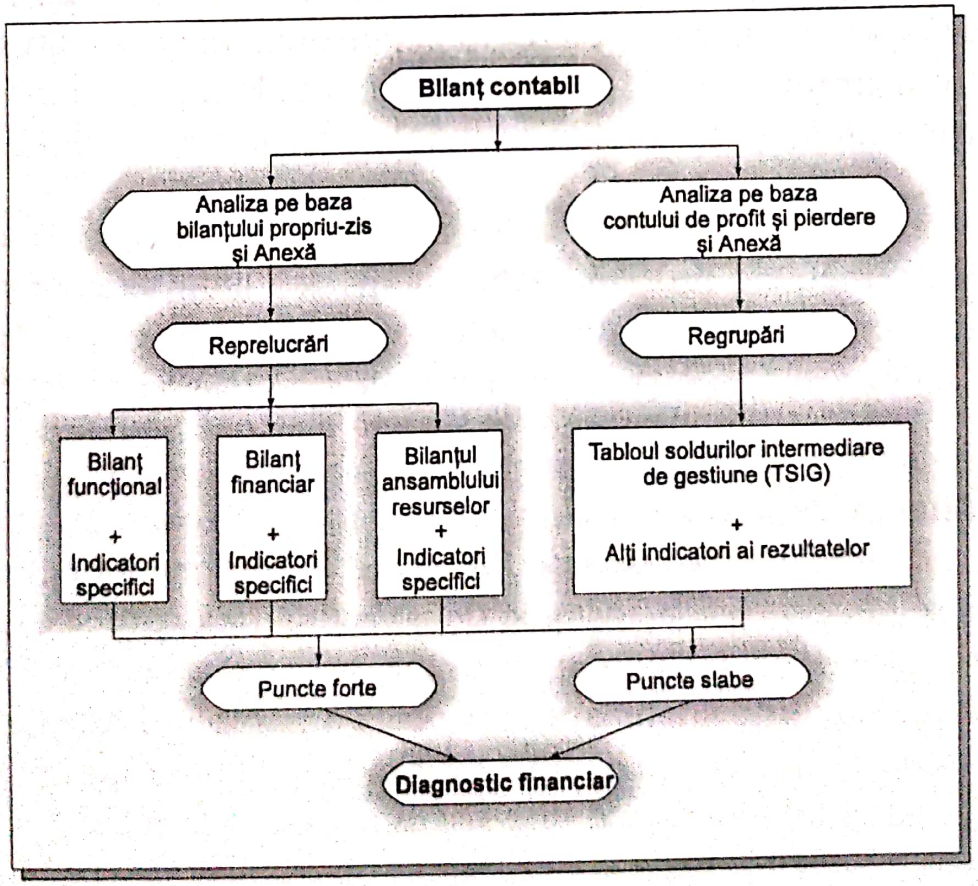
Scanned with OKEN Scanner

Reprelucrarea bilanțului contabil se prezintă astfel:



În vederea realizării scopului său, analiza financiară este eliberată de formalismul caracteristic contabilității. Ea nu are la bază atât de multe reguli apriori, ci este condusă mai mult de bunul simț. Pentru o întreprindere dată, analiza financiară trebuie să depisteze caracteristicile financiare semnificative, să perceapă punctele slabe și forte, să ierarhizeze după mai multe criterii și în final să ofere o apreciere pertinentă a situației acesteia.

Bilanțul contabil utilizat în analiza financiară furnizează date pentru două abordări specifice, conform următoarei scheme:



Scanned with OKEN Scanner

ANALIZA PE BAZA BILANȚULUI PROPRIU-ZIS

Analiza financiară a bilanțului contabil servește reflectării echilibrului financiar pe termen scurt și lung sub două aspecte, și anume: modul cum s-a realizat și consecințele în planul solvabilității, lichidității și riscului de neplată (faliment) al întreprinderii. Echilibrul financiar poate fi analizat în două moduri:

- fie prin surprinderea lui la un moment dat, la sfârșitul exercițiului financiar, prin intermediul analizei statice a bilanțului contabil;
- fie prin urmărirea evoluției elementelor care îl determină pe parcursul mai multor exerciții financiare, prin intermediul analizei dinamice a bilanțului contabil.

De menționat că, atât pentru analiza statică cât și pentru cea dinamică, pot fi utilizate, pentru aprecierea mai exactă a situației financiare a întreprinderii, valorile medii anuale ale unor elemente ale patrimoniului și nu cele constatate la sfârșitul exercițiului financiar.

Instrumentele analizei statice sunt, așa cum se observă din schema precedentă: bilanțul funcțional, bilanțul financiar, bilanțul ansamblului resurselor, precum și diferiți indicatori specifici.

Analiza dinamică a bilanțului contabil utilizează drept instrumente așa-numitele **tablouri de flux**, care pun în evidență fluxurile financiare generate de activitatea de investiții, finanțare și exploatare a întreprinderii, pe parcursul unuia sau a mai multor exerciții financiare. **Fluxurile financiare** reprezintă ansamblul mișcărilor care au un impact imediat sau amânat asupra lichidităților întreprinderii. [34]. În cadrul tablourilor de flux se disting două familii:

Scanned with OKEN Scanner

¤ tablouri bazate pe fluxuri de utilizări și resurse

Acestea reflectă evoluția resurselor care au finanțat noile utilizări (nevoi) apărute în cursul perioadei analizate. Pentru construcția acestui tip de tablou se utilizează structurile analizei funcționale, respectiv bilanțul funcțional, care este caracteristic analizei statice. Astfel, analiza dinamică efectuată prin intermediul tablourilor fluxurilor de utilizări și resurse este o analiză dinamică comparativă a unui bilanț funcțional de închidere cu un bilanț funcțional de deschidere, aferent perioadei analizate.

¤ tablouri bazate pe fluxuri de trezorerie

Ele explică variația trezoreriei în cursul unei perioade așa cum contul de profit și pierdere explică formarea rezultatului [34]. Conceptul de trezorerie are abordări diferite în literatura de specialitate, putând să însemne:

- disponibilități sau echivalente ale acestora, cum sunt investițiile în active lichide (titluri de plasament) [1];
- diferența dintre disponibilități bănești și credite pe termen scurt (Planul contabil general francez);
- diferența dintre disponibilități, titluri de plasament și conturi curente ale asociaților cu sold debitor, pe de o parte, iar pe de altă parte, credite pe termen scurt, efecte scontate nescadente și conturi curente ale asociaților cu sold creditor.

Cele două tipuri de tablouri de flux oferă aproximativ aceleași informații financiare, existând totuși între ele unele deosebiri, după cum urmează (se notează cu TFF tabloul bazat pe fluxuri de utilizări și resurse, iar cu TFT tabloul bazat pe fluxuri de trezorerie):

Scanned with OKEN Scanner

a) cu toate că amândouă tablourile reflectă echilibrul financiar al întreprinderii, TFF prezintă o imagine de ansamblu a acestuia, în timp ce TFT arată legătura dintre fiecare operație efectuată de întreprindere și echilibrul financiar;

b) TFF pornește de la variația în timp a activelor și pasivelor prin integrarea rezultatului ca o componentă a situației patrimoniului, în timp ce TFT pleacă de la rezultatul exercițiului prin integrarea variației activelor și pasivelor [30].

c) dacă TFF este axat, în primul rând, pe explicarea modului de realizare a echilibrului financiar prin analiza comparativă a fluxurilor de utilizări și a fluxurilor de resurse, TFT arată, în primul rând, efectele pe termen scurt sau lung ale realizării echilibrului financiar în planul solvabilității și riscului de faliment.

În lucrarea de față nu se vor prezenta tablourile de flux din următoarele considerente:

- existența unei multitudini de modele ale tablourilor de flux, ceea ce face dificilă găsirea celui mai reprezentativ;
- complexitatea construcției lor (mai ales a tablourilor bazate pe fluxuri de trezorerie), comparativ cu necesitățile de analiză financiară ale evaluării economice, care sunt mult mai simple;
- existența instrumentelor analizei statice care pot servi foarte bine și unei analize dinamice fără construcția altor structuri.

Scanned with OKEN Scanner

BILANȚUL FUNCȚIONAL

1. Definire și construcție

Bilanțul funcțional folosește, conform concepției financiare de studiu a obiectului contabilității, noțiunea de utilizări, respectiv resurse.

În cadrul viziunii financiare se desprinde concepția funcțională cu privire la bilanț, care grupează utilizările și resursele acestuia în **stocuri de utilizări** și **stocuri de resurse**.

Aceste stocuri sunt grupate în bilanțul funcțional după o anumită logică, după care se studiază relațiile care există între ele, atât pe verticală, cât mai ales pe orizontală. Studiul orizontal al bilanțului funcțional decurge din principiul ce caracterizează în general concepțiile financiare și anume acela de afectare a resurselor la nevoi (utilizări) specifice.

Concepția funcțională cu privire la întreprindere se îndepărtează de cea patrimonială (sau juridică) de care ține seama contabilitatea, adică faptul că întreprinderea este persoana juridică ce dispune de un patrimoniu. Ea vede întreprinderea ca o entitate economică al cărei obiectiv esențial este producerea de bunuri și servicii. Pentru realizarea acestui obiectiv întreprinderea exercită un ansamblu de funcții economice: producție, comercializare, repartiție, investiții și finanțare. Combinațiile sau conlucrarea acestor funcții reflectă un anumit comportament specific unei întreprinderi date.

Analiza financiară urmărește acest comportament, îl descrie și trage concluzii asupra consecințelor sale financiare, mai ales asupra trezoreriei.

Scanned with OKEN Scanner

Adecvarea resurselor la nevoi impune clasificarea operațiilor realizate de o întreprindere în patru categorii, după anumite opinii sau în trei categorii, după altele.

Opiniile cu privire la clasificarea în patru categorii de operații le împart în:

- operații de investiții și dezinvestiții, care caracterizează activul imobilizat;
- operații de finanțare, care procură întreprinderii resursele necesare funcționării și dezvoltării sale;
- operații de exploatare, care sunt legate de producție;
- operații de repartiție sau de trezorerie, care se referă la distribuție și încasarea veniturilor independent de ciclul de exploatare.

Această optică acordă aceeași importanță operațiilor de repartiție, care sunt de fapt operații de trezorerie sau de încasări și plăți, ca și celorlalte operații.

În ultimă instanță, bilanțul funcțional este și el un bilanț care respectă principiile contabile de întocmire. Se aplică și aici principiul dublei reprezentări.

→ un prim aspect al acesteia îl constituie ansamblul operațiilor efectuate de întreprindere, pe diferite categorii: operații de exploatare, investiții și finanțare.

→ un al doilea aspect al dublei reprezentări este cel concret, material, al încasărilor și plăților generate de aceste operații. El îmbracă forma operațiilor de repartiție sau de trezorerie.

Scanned with OKEN Scanner

Optica amintită nu tratează trezoreria ca și o rezultantă a celorlalte operații, ci o integrează în comportamentul general al întreprinderii, urmărind ajustarea realizată în cadrul tipurilor de operații și între diferitele operații care reprezintă cheia supraviețuirii și dezvoltării pe termen lung a întreprinderii [9].

În consecință, în cadrul bilanțului funcțional, operațiile vor fi grupate pe patru cicluri: ciclul de investiții, ciclul de finanțare, ciclul de exploatare și ciclul de trezorerie.

- **Ciclul de investiții** se mai numește ciclu lung sau de acumulare și regrupează operațiile de cumpărare și vânzare a imobilizărilor, care reprezintă mijloacele de producție ale întreprinderii. Ciclul de investiții începe cu cumpărarea investiției (sau crearea ei) și se termină atunci când aceasta este vândută sau scoasă din funcțiune. Durata ciclului de investiții depinde de caracteristicile tehnice ale activității, de progresul tehnic și de politica de investiții a întreprinderii. Ciclul de investiții vizează utilizările stabile ale întreprinderii.

- **Ciclul de finanțare** se referă la resursele permanente ale întreprinderii, cum sunt capitalurile proprii și datoriile pe termen mediu și lung. Sunt cuprinse aici atât operațiile de procurare a acestor resurse pe termen lung, cât și rambursarea creditelor pe termen mediu și lung, plata unor dobânzi, distribuirea de dividende către acționari.

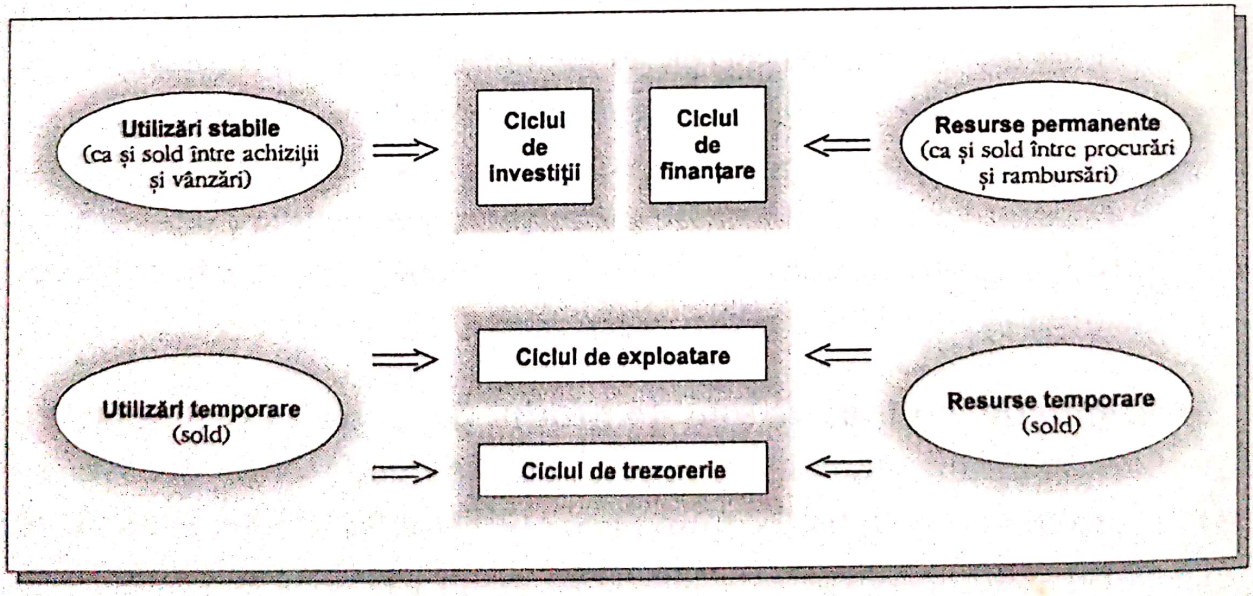
- **Ciclul de exploatare sau de producție** constă în cumpărarea de materii prime, stocarea lor, combinarea, asamblarea, transformarea, apelând la muncitori, tehnicieni, cadre, mașini, în cadrul unor ateliere; stocarea bunurilor produse și în fine, vânzarea și livrarea acestora către clienți [15]. Cu alte cuvinte, ciclul de exploatare regrupează operațiile legate direct de activitatea ciclică (curentă) a producției și de schimburile comerciale. El include și diferitele credite obținute sau acordate

Scanned with OKEN Scanner

în cadrul fluxului cumpărare - producție - vânzare (clienți, furnizori). Ciclul de exploatare se referă la utilizările și resursele temporare generate de activitatea de exploatare a întreprin- derii. De remarcat că există diferențe între ciclul de exploatare al unei întreprinderi productive, al unei întreprinderi de comerț și cel al unei întreprinderi de prestări servicii. Aceste trei tipuri de cicluri de exploatare pot să se găsească în cadrul unei singure întreprinderi sau izolat, pe tipuri de întreprinderi, cu obiect de activitate distinct.

- **Ciclul de trezorerie** grupează încasările și plățile în care se materializează celelalte operații. Tot aici sunt incluse creditele pe termen scurt obținute de la bănci și soldurile creditoare ale conturilor curente ale întreprinderii.

Schematic, ciclurile întreprinderii care decurg din această optică a concepției funcționale se prezintă astfel:



Scanned with OKEN Scanner

De menționat că bilanțul românesc, așa cum este conceput în cadrul noului sistem de contabilitate, sistem inspirat din experiența țărilor cu o contabilitate continentală și în special a Franței, este un hibrid între concepția patrimonială contabilă și concepția funcțională. Acest lucru a fost posibil datorită similitudinilor existente între bilanțul patrimonial și cel funcțional.

O primă asemănare se referă la principiile pe care se bazează construcția ambelor bilanțuri. Este vorba de principiul continuității exploatării, de principiul costului istoric și de principiul prudenței în evaluarea activelor și pasivelor.

O a doua trăsătură comună o constituie încadrarea activelor și pasivelor patrimoniale în funcții ale întreprinderii, chiar dacă această ordonare nu are aceeași importanță pentru cele două bilanțuri. Astfel:

- **Concepția patrimonială** are, în centrul său, patrimoniul acționarilor și servește informării acestora și a altor terți asupra valorii activului care permite să se facă față angajamentelor. De aceea:

→ un prim criteriu de clasificare a activelor și pasivelor contabile este criteriul lichidității crescătoare, respectiv al exigibilității crescătoare. Echilibrul, care stă la baza încrederii creditorilor și investitorilor, constă în posibilitatea întreprinderii de a-și lichida rapid activele lichide, pentru a-și onora datoriile exigibile.

→ al doilea criteriu de clasificare a activelor și pasivelor în concepția patrimonială, de rang secund, este cel al naturii acestora, al tipului de operație căruia îi aparțin, și deci al ciclului sau funcției întreprinderii în care se încadrează.

Scanned with OKEN Scanner

¤ **În cazul bilanțului funcțional**, primul criteriu de ordonare a activelor și pasivelor sale îl constituie funcțiunea căreia îi aparțin și, în ultimă instanță, natura lor. Nu se ține seama decât ca și criteriu secund de lichiditate și exigibilitate.

În concluzie, bilanțul contabil nu poate satisface integral cerințele analizei financiare. Analiza financiară reprelucrează bilanțul contabil în felul următor:

- elimină incidențele imperativelor juridice, incidențele aplicării legislației fiscale, anumite principii și reguli de înregistrare contabilă care împiedică reflectarea situației economice și financiare reale a întreprinderii;
- aplică principiul adecvării resurselor la nevoi;
- urmărește, în primul rând, natura elementelor de activ și pasiv și nu lichiditatea și exigibilitatea;
- urmărește aspectul de resursă de finanțare a pasivelor și nu de elemente rectificative ale unor active.

Reprelucrările bilanțului contabil necesare construirii unui bilanț funcțional sunt prezentate în figurile 4.2.1 și 4.2.2 care ilustrează în paralel activul bilanțului contabil și activul bilanțului reprelucrat (funcțional), respectiv pasivul bilanțului contabil și pasivul bilanțului reprelucrat (funcțional).

Scanned with OKEN Scanner

Bilanț contabil		Bilanț funcțional		
ACTIV		ACTIV		
I. ACTIVE IMOBILIZATE	Imobilizări necorporale și imobilizări corporale (valori nete) Imobilizări financiare la cost de achiziție indiferent de vărsămintele efectuate (valori brute)	Imobilizări (inclusiv imobilizări în leasing și avansuri acordate furnizorilor de imobilizări) (valori brute) + Cheltuieli de repartizat pe mai multe exerciții (valori brute) + Prime de rambursare a obligațiunilor	UTILIZĂRI STABILE	FUNCȚIA INVESTIȚII
II. ACTIVE CIRCULANTE	Stocuri (valori nete) Creanțe, din care clienți Disponibilități bănești și plasamente	Stocuri (valori brute) - TVA neexigibilă aferentă prețului de vânzare al mărfurilor	NEVOI DE EXPLOATARE	FUNCȚIA EXPLOATARE ȘI ÎN AFARA EXPLOATĂRII
		Clienți		
		Alte creanțe de exploatare + Cheltuieli înregistrate în avans ce aparțin exploatării + Efecte scontate nescadente		
III. ACTIVE DE REGULARIZARE	Cheltuieli înregistrate în avans Cheltuieli de repartizat pe mai multe exerciții Diferențe de conversie	Creanțe în afara exploatării + Cheltuieli înregistrate în avans în afara exploatării (eventual valori mobiliare de plasament)	NEVOI ÎN AFARA EXPLOATĂRII	
IV. PRIME DE RAMBURSARE A OBLIGAȚIUNILOR	Prime privind rambursarea obligațiunilor	Disponibilități bănești + Casa (eventual titluri de plasament)	TREZORERIE ACTIVĂ	TREZORERIE
		- Diferențe conversie-activ		

Fig. 4.2.1 Activul bilanțului contabil și al bilanțului funcțional

Scanned with OKEN Scanner

Bilanț contabil		Bilanț funcțional		
PASIV		PASIV		
I. CAPITALURI PROPRII	Capitaluri proprii	Resurse proprii din care: + Amortizare leasing + Amortizări (inclusiv pentru obiecte de inventar) + Provizioane reglementate nete de impozit + Provizioane pentru depreciere - Diferențe de reevaluare - Decontări cu asociații privind capitalul	RESURSE STABILE	FUNCȚIA FINANCIARĂ
II. PROVIZIOANE PENTRU RISCURI ȘI CHELTUIELI	Provizioane pentru riscuri și cheltuieli	Datorii financiare pe termen mediu și lung - Dobânzi aferente datoriilor + Provizioane pentru riscuri + Impozit amânat la plată pentru provizioane reglementate + Conturi curente ale asociațiilor + Datorii financiare leasing		
III. DATORII	Datorii	Datorii de exploatare + Provizioane pentru cheltuieli + Venituri de exploatare înregistrate în avans	RESURSE DE EXPL.	FUNCȚIA EXPLOATARE ȘI ÎN AFARA EXPLOATĂRII
		Datorii în afara exploatării + Vărsăminte de efectuat pentru titluri de participare + Venituri înregistrate în avans în afara exploatării + Impozit amânat la plată pentru subvenții și provizioane pentru riscuri și cheltuieli	RESURSE ÎN AFARA EXPL.	
IV. PASIVE DE REGULARIZARE	Venituri înregistrate în avans	Resurse de trezorerie + Credite aferente efectelor scontate nescadente + Dobânzi aferente creditelor pe termen scurt mediu și lung + Vărsăminte de efectuat pentru titluri de plasament + Conturi curente ale asociaților	TREZORERIE PASIVĂ	TREZORERIE
	Diferențe de conversie	- Diferențe conversie-pasiv		

Fig. 4.2.2 Pasivul bilanțului contabil și al bilanțului funcțional

Scanned with OKEN Scanner

În ceea ce privește reprelucrarea elementelor bilanțului contabil există păreri divergente ale analiștilor în legătură cu:

a) **primele de rambursare a obligațiunilor**, care au fost prezentate în cadrul imobilizărilor, fiind de aceeași natură cu acestea.

După unele opinii ele sunt incluse în pasivul bilanțului funcțional, diminuând împrumuturile din emisiunea de obligațiuni, considerându-se că, după natura lor, sunt legate de acestea și arată de fapt suma reală de care a dispus, până la sfârșitul duratei creditului, emitentul obligațiunilor. În cadrul analizei orizontale a bilanțului funcțional, această divergență nu influențează analiza, dar în cadrul celorlalte două tipuri de analiză a bilanțului funcțional indicatorii care se calculează vor fi influențați. În acest caz se va opta pentru o variantă, în funcție de aspectul financiar specific care este urmărit.

b) **titlurile de plasament**, care au fost prezentate ca aparținând trezoreriei, deci utilizărilor temporare lichide.

Această plasare a lor este discutabilă, impunându-se analiza concretă a piețelor financiare cu care este în legătură întreprinderea analizată, gradul de lichiditate al acestor piețe, posibilitatea transformării în lichidități a titlurilor de plasament și viteza lor de convertire în lichidități. Dacă se apreciază că aceste titluri nu sunt destul de lichide pentru a fi considerate elemente de trezorerie, atunci ele vor fi clasate la nevoi (utilizări) temporare în afara exploatării.

O anumită clasificare a titlurilor de plasament afectează atât analiza orizontală a bilanțului funcțional, cât și analiza prin indicatori. Deci o abordare sau alta trebuie bine explicată și adaptată în funcție de specificul întreprinderii și mediului său.

Scanned with OKEN Scanner

c) dobânzile datorate și nescadente aferente împrumuturilor pe termen mediu, lung și scurt, care au fost incluse la trezoreria pasivă [20].

Există însă opinii conform cărora ele se trec la resurse în afara exploatării, considerându-se datorii nu atât de lichide ca și trezoreria [9] și în acest caz, analistul financiar va opta pentru o anumită variantă, pentru că acestea au consecințe diferite în interpretarea aspectelor financiare legate de întreprindere.

2. Analiza bilanțului funcțional

În vederea ilustrării diferitelor fațete ale echilibrului financiar propriu bilanțului funcțional se recurge la trei tipuri de analiză: analiza orizontală, analiza verticală (cu ajutorul unor indicatori de structură) și analiza prin indicatori combinați.

a) ANALIZA ORIZONTALĂ A BILANȚULUI FUNCȚIONAL

După cum s-a mai arătat, bilanțul funcțional are menirea de a face înțelese funcțiile întreprinderii, folosind ca și termeni stocurile de utilizări și stocurile de resurse. El se bazează pe principiul afectării resurselor la nevoi (utilizări), arătând cum se acoperă utilizările din resurse.

Analiza pe baza bilanțului funcțional reflectă diversele ajustări posibile între componentele bilanțului și traduce astfel logica financiară care este subînțeleasă la compunerea (structurarea) patrimoniului.

Centrala bilanțurilor Băncii Franței, care utilizează o analiză funcțională a bilanțului prin intermediul Tabloului capitalului angajat, arată că prezentarea funcțională a capitalului angajat constă mai întâi în adunarea resurselor puse la dispoziția întreprinderii, oricare

Scanned with OKEN Scanner

ar fi afectarea lor contabilă, și degajarea apoi a unor agregate încărcate de o semnificație economică [4].

Analiza orizontală leagă pe orizontala bilanțului diferitele resurse de diferitele nevoi. Se obțin astfel trei mari subansambluri logice care există în patrimoniul întreprinderii (fond de rulment, nevoia de fond de rulment, trezoreria) și se studiază apoi relațiile dintre ele. Concret se urmărește echilibrul financiar de la sfârșitul exercițiului, echilibrul financiar permanent între resursele și utilizările stabile, echilibrul ciclic între utilizările destinate exploatării curente și resursele degajate de această exploatare. Obiectivul analizei orizontale a bilanțului funcțional astfel enunțat se înscrie în cel general al analizei pe bază de bilanț, care este de urmărire a echilibrului general, a riscului de neplată și a vulnerabilității structurii financiare a întreprinderii.

Fondul de rulment funcțional

La crearea întreprinderii s-au achiziționat bunuri stabile ca mijloace de producție necesare activității. Ele au fost finanțate din capitalurile proprii și din creditele pe termen mediu și lung. Dar bunurile stabile nu au fost suficiente pentru ca întreprinderea să poată funcționa. Prin urmare, pentru a acoperi alte utilizări (nevoi), întreprinderea s-a dotat cu fonduri suplimentare pentru a face față, chiar și numai parțial, acestor nevoi suplimentare. Diferența dintre resursele stabile (proprii și străine: capitaluri proprii și datorii pe termen mediu și lung) și utilizările stabile poartă denumirea de fond de rulment.

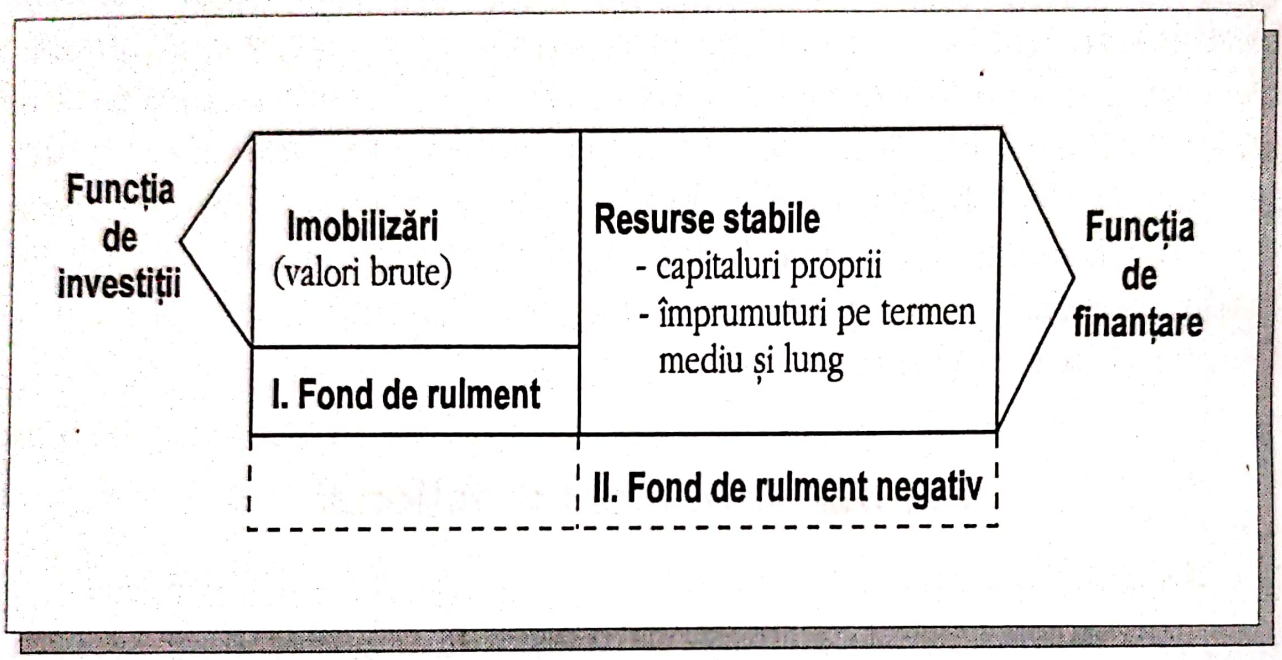
Resursele stabile sunt afectate utilizărilor stabile și fondul de rulment funcțional corespunde soldului acestor afectări. Ținând cont de structurarea pe funcții a operațiilor întreprinderii se poate spune că funcția de finanțare servește acoperirii operațiilor ce se derulează în cadrul funcției de investiții.

Scanned with OKEN Scanner

Acest prim nivel al bilanțului funcțional poate fi ilustrat astfel:

$$\text{Fond de rulment} = \text{Resurse stabile} - \text{Utilizări stabile} =$$

$$= \left(\text{Capitaluri proprii} + \text{Împrumuturi pe termen mediu și lung}\right) - \text{Imobilizări}$$



Fondul de rulment poate servi obiectivelor analizei pe bază de bilanț înainte de a-l prezenta în legătură cu celelalte subansamble ale bilanțului. El ocupă un loc central în bilanț, măsurând **echilibrul financiar parțial al întreprinderii**, adică echilibrarea funcției de investiții din finanțări stabile sau prin recurgerea la credite pe termen scurt.

În primul caz, resursele stabile depășesc utilizările stabile, reflectând un fond de rulment pozitiv, care reprezintă un excedent de fond de rulment. Acesta permite acoperirea imobilizărilor din resurse stabile și oferă posibilitatea acoperirii unei părți din ciclul de exploatare. Însă afectarea unei părți din fondul de rulment ciclului de exploatare reflectă niște resurse nerentabilizate, supune între-

Scanned with OKEN Scanner

prinderea unui **cost de oportunitate** și îi diminuează performanțele financiare.

> De ce să se acopere din resurse durabile, costisitoare niște nevoi de exploatare care pot fi finanțate mult mai ieftin sau mult mai rapid din resurse de exploatare și pe măsură ce aceste nevoi apar, din credite pe termen scurt?
>
> De asemenea, cu toate că acoperă activele imobilizate, resursele stabile ar trebui diferențiate în capitaluri proprii și datorii. Fondul de rulment nu oferă cunoașterea acestei structuri a resurselor stabile.

În cel de-al doilea caz, resursele stabile sunt insuficiente acoperirii utilizărilor stabile, obținându-se un fond de rulment negativ. La prima vedere, insuficiența fondului de rulment este un indiciu al riscului de insolvabilitate al întreprinderii, pentru că o face dependentă de băncile care pot sau nu să-i ofere și să-i reînnoiască creditele pe termen scurt, la care trebuie să apeleze pentru a-și finanța complet utilizările stabile.

Nevoia de fond de rulment

Activitatea unei întreprinderi reclamă nu numai finanțarea utilizărilor stabile (imobilizărilor), ci și acoperirea unor nevoi imediate. Întreprinderea cumpără materii prime și materiale, obiecte de inventar și alte stocuri pe care le depozitează și apoi le lansează în producție sau le vinde. Produsele finite obținute se stochează mai întâi, după care se livrează clienților. Aceste fluxuri de natură materială pot fi însoțite imediat sau nu de fluxuri monetare, adică de plăți și încasări. În general, cu excepția unor întreprinderi de comerț, există decalaje între venituri și încasări, respectiv cheltuieli și plăți.

Scanned with OKEN Scanner

Astfel se naște creditul acordat clienților, respectiv creditul primit din partea furnizorilor.

În analiza funcțională se urmăresc, în primul rând, veniturile și cheltuielile și, în al doilea rând, încasările și plățile.

Stocurile și creanțele întreprinderii reprezintă imobilizări temporare care se vor materializa în încasări, dar până atunci ele trebuie acoperite din alte resurse. Ele formează nevoile de exploatare sau în afara exploatării. Datoriile față de furnizori și alte datorii nefinanciare se vor materializa în plăți, dar până atunci ele sunt niște resurse atrase temporar, care acoperă niște utilizări sau nevoi cu același caracter temporar. Ele alcătuiesc resursele de exploatare sau în afara exploatării.

Nevoile și resursele de exploatare sau în afara exploatării fluctuează de la o perioadă la alta și la un moment dat sunt diferite ca mărime. Decalajul dintre ele, precum și cel dintre încasările și plățile efective generate de acestea trebuie acoperit din alte resurse. Celelalte resurse de care dispune întreprinderea sunt fondul de rulment și creditele pe termen scurt.

Diferența dintre nevoile și resursele de exploatare și cele în afara exploatării poartă numele de **nevoie de fond de rulment** sau **excedent de fond de rulment**.

Relația expusă mai sus este următoarea:

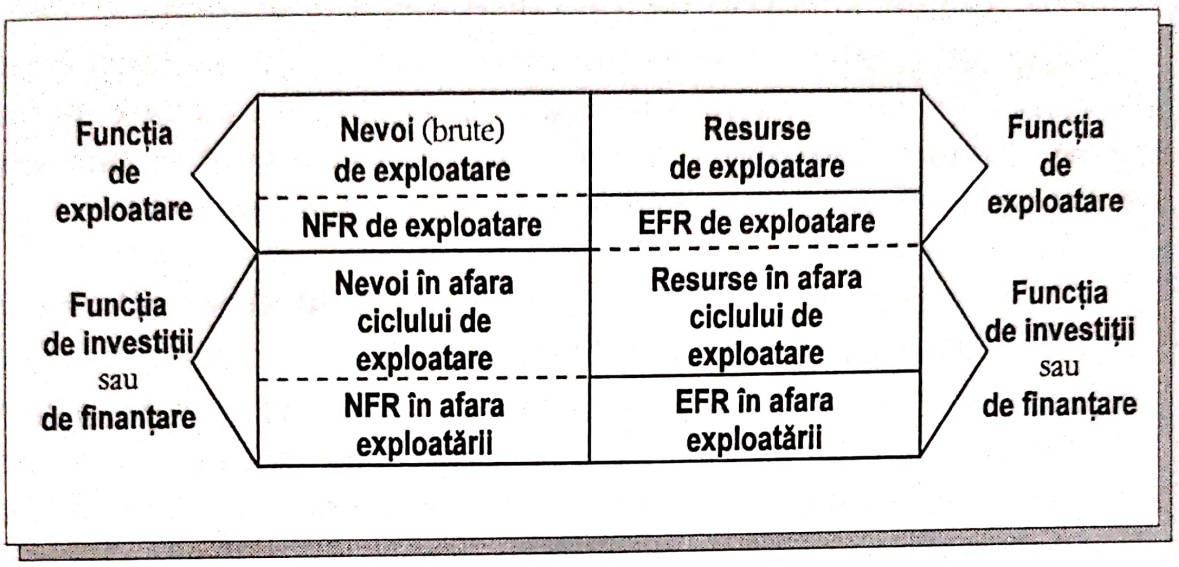
Nevoie de fond de rulment = **Nevoi de exploatare și în afara exploatării** - **Resurse de exploatare și în afara exploatării**

sau

Excedent de fond de rulment = **Resurse de exploatare și în afara exploatării** - **Utilizări de exploatare și în afara exploatării**

Scanned with OKEN Scanner

Altă reprezentare a nevoii de fond de rulment sau a excedentului de fond de rulment este:



Cu toate că această schemă prezintă distinct resursele, respectiv utilizările de exploatare și în afara exploatării, analiza orizontală a bilanțului funcțional prezintă ciclul de exploatare (sau funcția de exploatare) ca și un sold. Elementele de activ se deduc din cele de pasiv și numai diferența apare ca și componentă a ciclului de exploatare, spre deosebire de ciclul de investiții care cuprinde doar elemente de activ și ciclul de finanțare care conține doar elemente de pasiv.

Scanned with OKEN Scanner

Trezoreria

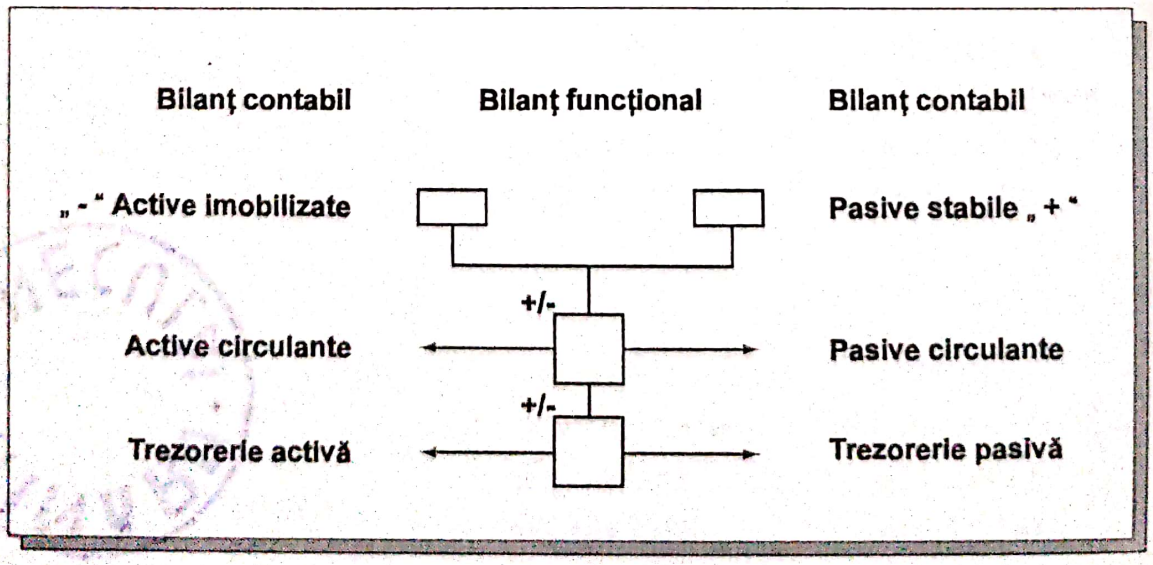
În concepția funcțională trezoreria este definită în raport cu fondul de rulment și nevoia de fond de rulment, regrupând tot ceea ce nu cuprind aceste prime componente ale bilanțului funcțional. Trezoreria cuprinde deci **bunuri care nu sunt stabile sau care nu fac parte din bunurile circulante și finanțările care nu sunt stabile sau care nu rezultă în mod natural din ciclul de exploatare** [18].

O altă opinie consideră trezoreria **un sold al încasărilor și plăților complete petrecute în realitate** [16]. Cu alte cuvinte, dacă ciclurile de investiții, finanțare și exploatare sunt reflectarea aspectului abstract al dublei reprezentări a operațiilor patrimoniale, trezoreria este aspectul concret al fluxurilor monetare angajate de respectivele operații.

În bilanțul funcțional trezoreria apare ca și un sold rezultat în urma comparării utilizărilor lichide cu resursele lichide. Prima componentă a sa poartă denumirea de **trezorerie activă**, iar cea de a doua, de **trezorerie pasivă.**

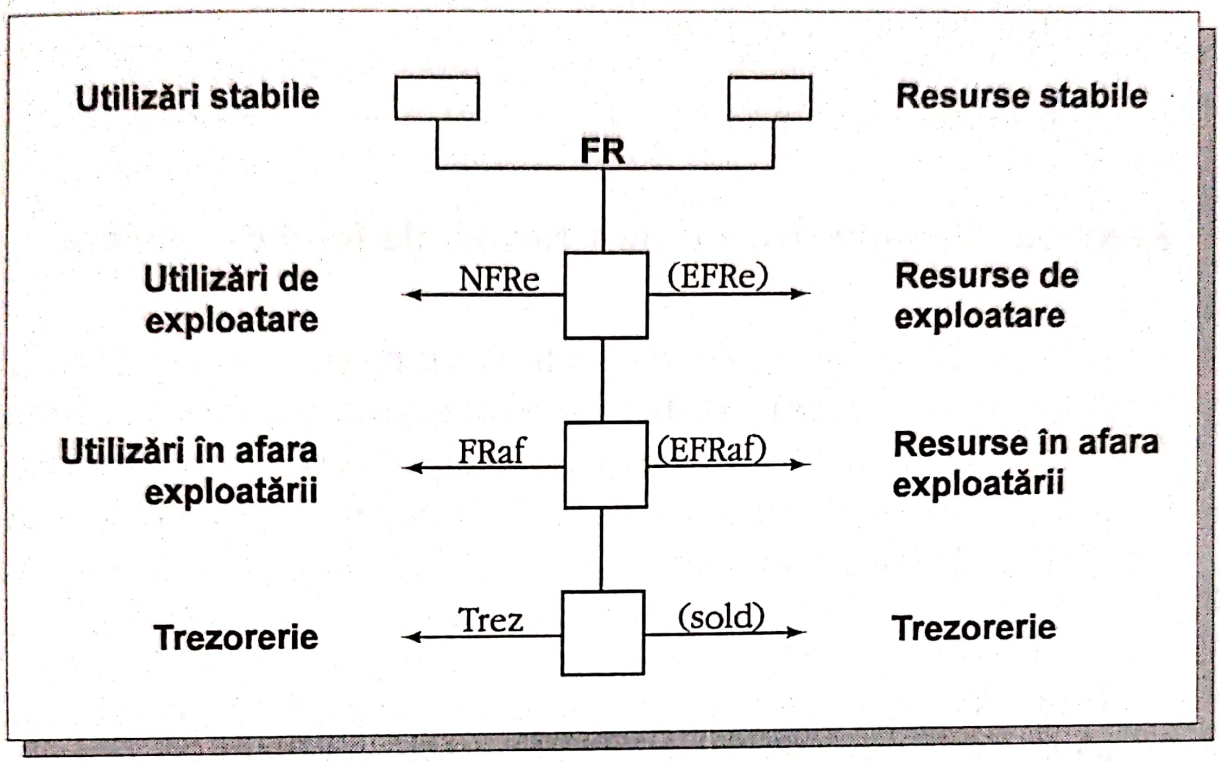
Diferența dintre trezoreria activă și cea pasivă poartă numele de **trezorerie netă.**

Bilanțul funcțional poate fi schematizat astfel:



Scanned with OKEN Scanner

care, transpusă în limbaj de resurse și utilizări devine:



Concluziile analizei orizontale a bilanțului funcțional

În centrul analizei orizontale a bilanțului funcțional stă activitatea de producție și indicatorul acesteia, nevoia de fond de rulment. Analiza orizontală urmărește cum poate fi acoperită această nevoie de fond de rulment, creând corelațiile orizontale următoare:

Activ circulant - Pasiv circulant = Capitaluri proprii + Împrumuturi pe termen mediu și lung - Imobilizări

Componentele bilanțului sunt în echilibru, dar cum este realizat acesta? Studierea diverselor modalități de obținere a echilibrului financiar funcțional constituie primul obiectiv al analizei funcționale orizontale.

Se pornește de la relația:

Fond de rulment = Trezorerie + Nevoie de fond de rulment

Primele două componente pot fi, la un moment dat, pozitive, degajând o resursă sau negative, degajând o nevoie. A treia componentă poate fi pozitivă când degajă o nevoie (nevoie de fond de rulment) sau negativă când degajă o resursă (excedent de fond de rulment).

Un al doilea obiectiv al analizei funcționale orizontale este cel de evidențiere a solvabilității și lichidității întreprinderii și a consecințelor nerealizării acestora, respectiv riscul de neplată (de faliment).

Pornind de la nevoia de fond de rulment, care este elementul central al analizei funcționale, se poate spune că orice creștere a acestuia care nu este însoțită de o creștere corespunzătoare a fondului de rulment conduce la o degradare a trezoreriei. Trezoreria este punctul final al bilanțului funcțional, care reflectă lichiditățile efective dar și alte resurse care nu sunt imediat lichide, rămase după acoperirea nevoilor de investiții și de exploatare. Primele reflectă lichiditatea întreprinderii, iar acele elemente care se vor transforma în scurt timp în lichidități exprimă solvabilitatea acesteia.

Corelația dintre nevoia de fond de rulment, fond de rulment și trezorerie este următoarea:

Trezorerie netă = Fond de rulment - Nevoie de fond de rulment

Scanned with OKEN Scanner

Dacă fondul de rulment este mai mare decât nevoia de fond de rulment, situația financiară a întreprinderii este considerată bună.

Dacă fondul de rulment este mai mic decât nevoia de fond de rulment, situația financiară a întreprinderii constă într-un dezechilibru al trezoreriei, fiind necesară recurgerea la credite pe termen scurt sau descoperiri de cont (solduri creditoare ale conturilor la bănci).

Acest dezechilibru trebuie judecat nuanțat. Nu înseamnă întotdeauna că un dezechilibru al trezoreriei conduce la insolvabilitate și risc de neplată. Aceasta este o critică adusă conceptului de echilibru funcțional care consideră că o întreprindere nu poate să fie viabilă cu o trezorerie structural negativă. Realitatea actuală infirmă această teorie. Creditele pe termen scurt nu au în toate situațiile un caracter precar. Ele pot fi acordate continuu, pe baza unor previziuni de activitate și adesea finanțarea unei bune părți din nevoia de fond de rulment de exploatare este aproape sigură. De asemenea, chiar dacă resursele stabile sunt mult mai sigure, ele pot deveni mai costisitoare datorită fluctuației nivelului dobânzii. Această situație trebuie avută în vedere în condițiile politicii de dobânzi actuale a țării noastre.

Totuși, creditele bancare pe termen scurt trebuie să fie limitate și stabilite așa numite **praguri critice** până la care pot fi acordate. Aceste praguri critice au fost introduse de bănci și acceptate de întreprinderi pentru asigurarea viabilității lor. În practica țărilor Europei continentale se acordă credite bancare pe termen scurt fie mai mici de 2 luni de cifră de afaceri (aceasta fiind exprimată în unități de timp), fie mai mici decât jumătate din nevoia de fond de rulment de exploatare, fie de 15-30% din creditul comercial acordat clienților.

Scanned with OKEN Scanner

Un alt mod de urmărire a mărimii creditelor acordate se referă la creditele bancare pe termen scurt care pot fi înnoite sistematic și care concură la obținerea așa-numitului **fond de rulment bancar** [3].

Fond de rulment bancar	=	**Nevoie de fond de rulment de exploatare**	-	**Credite pe termen scurt primite de manieră continuă**

Se consideră că echilibrul financiar este realizat dacă fondul de rulment funcțional este mai mare decât fondul de rulment bancar.

b) ANALIZA VERTICALĂ A BILANȚULUI FUNCȚIONAL SAU PRIN INDICATORI DE STRUCTURĂ

Analiza verticală are drept scop studierea structurii utilizărilor efectiv realizate și a resurselor care au finanțat aceste utilizări.

Indicatorii structurii activului (utilizărilor) sunt exprimați în procente din totalul activului, reflectând ponderea imobilizărilor sau a activelor circulante utilizate de către întreprindere. Se pot obține și rapoarte, ponderi ale diferitelor subgrupe de utilizări în totalul grupei căreia îi aparțin.

Acești indicatori nu sunt esențiali pentru ilustrarea echilibrului financiar al întreprinderii, însă reprezintă un punct de plecare, reflectând tipul și caracteristicile economice ale întreprinderii.

Cu titlu exemplificativ pot fi enumerați indicatorii:

Scanned with OKEN Scanner

a) raportul dintre activele fixe și total activ $\left[\frac{AF}{TA}\right]$ (%)

Acesta poate fi apreciat ca evoluție în comparație cu normele interne și externe sau factorial, prin punerea în evidență a evoluției imobilizărilor corporale, necorporale și financiare în totalul activelor.

Se pot determina chiar indicatori parțiali care se obțin raportând cele trei tipuri de imobilizări la total activ.

- De exemplu, imobilizările financiare importante sunt un indiciu al deținerii de filiale și atunci înseamnă că este vorba de o societate holding, a cărei situație nu poate fi corect examinată decât pornind de la documentele consolidate. De asemenea, o valoare mare a cheltuielilor de cercetare-dezvoltare indică dezvoltarea întreprinderii în perspectivă.

b) raportul dintre activele circulante și total activ $\left[\frac{AC}{TA}\right]$ (%)

O analiză factorială a modificărilor acestuia față de norme poate pune în evidență o creștere a stocurilor, care trebuie corelată cu creșterea volumului de producție sau creșterea disponibilităților, care reflectă posibilități de plată a datoriilor întreprinderii.

În cadrul acestui indicator se pot calcula indicatori ai structurii activelor circulante, raportând diferitele componente ale acestora la total active circulante.

Scanned with OKEN Scanner

Indicatorii structurii pasivului (resurselor) reflectă ponderea diferitelor mase de pasiv, permițând aprecierea originii resurselor întreprinderii.

Dacă prima grupă de indicatori reflectă mijloacele de producție ale întreprinderii, cea de-a doua grupă reflectă structura financiară a acesteia. Cunoașterea ei este indispensabilă pentru aprecierea echilibrului financiar prin modalitățile diverse de alocare a resurselor financiare (care alcătuiesc structura financiară) la nevoi (mijloacele de producție).

Cu titlu de exemplu se pot enumera indicatorii:

a) independența financiară $\left[\frac{\text{Capitaluri proprii}}{\text{Total pasiv}}\right]$ (%) determinată prin raportarea capitalurilor proprii la totalul pasivelor (resurselor). Se mai numește **solvabilitate patrimonială**.

Creșterea valorii indicatorului indică o mai mare independență financiară a întreprinderii. Mărimea sa optimă este de 50%, apreciată de către băncile care analizează indicatorii financiari ai întreprinderii atunci când îi acordă credite. Dar această optică tradițională nu mai este strict interpretată la ora actuală, considerându-se că în cazul creșterii imobilizărilor amortizabile vor crește și creditele pe termen lung care le finanțează. Este permisă deci depășirea de către credite a pragului de 50% (aportul capitalurilor proprii fiind mai mic de 50%) dacă rentabilitatea economică a întreprinderii este satisfăcătoare.

b) contribuția creditelor la formarea resurselor totale

$\left[\frac{\text{Credite}}{\text{Total pasiv}}\right]$ (%). Se mai numește **rată globală de îndatorare.**

Acest indicator este complementar primului, iar interpretarea sa se corelează cu cea a indicatorului precedent.

Fântânaru-N. Neculai

c) participarea acționarilor la acoperirea cu surse proprii a activelor proprii $\left[\frac{\text{Capital social}}{\text{Capitaluri proprii}}\right](\%)$

Arată ponderea resurselor proprii externe, aduse de către acționari sau asociați în totalul resurselor proprii.

d) rata de îndatorare $\left[\frac{\text{Datorii financiare + Grup și asociați}}{\text{Capitaluri proprii}}\right](\%)$

Acest indicator exprimă:

- capacitatea întreprinderii de a rezista șocurilor externe care îi pot provoca pierderi;
- gradul său de dependență față de împrumutătorii de fonduri. care, conjugată cu costul capitalurilor împrumutate, are o influență directă asupra rentabilității financiare prin intermediul efectului de levier.

În cadrul acestui indicator se pot calcula indicatori parțiali în funcție de structura capitalurilor împrumutate.

» partea băncilor în îndatorare: $\left[\frac{\text{Credite bancare}}{\text{Datorii}}\right](\%)$

» partea creditelor pe termen scurt în îndatorare:

$\left[\frac{\text{Credite pe termen scurt}}{\text{Datorii}}\right](\%)$

Acest indicator pune în evidență arbitrajul realizat între finanțarea prin credite pe termen lung și credite pe termen scurt. O pondere însemnată a celor din urmă poate fi un semn de vulnerabilitate, pentru că ele sunt considerate nesigure și costisitoare.

Scanned with OKEN Scanner

» **gradul de îndatorare la termen:** $\left[\frac{\text{Datorii pe termen mediu și lung}}{\text{Capitaluri proprii}}\right]$ (%)

Capacitatea de îndatorare la termen este saturată dacă indicatorul ia valori mai mari decât 100.

c) ANALIZA PRIN INDICATORI COMBINAȚI

Acești indicatori sunt construiți prin combinarea elementelor utilizărilor și resurselor bilanțului funcțional. Pot fi încadrați în patru categorii: indicatori de rentabilitate, indicatori ai echilibrului financiar, indicatori de solvabilitate și lichiditate, indicatori ai rotației activului circulant.

Indicatorii de rentabilitate

a) rentabilitatea capitalurilor proprii $\left[\frac{\text{CAF}}{\text{Capitaluri proprii}}\right]$ (%)

Capacitatea de autofinanțare (CAF) poate fi determinată în două moduri, dar utilizând exclusiv informațiile bilanțului funcțional se poate scrie relația:

CAF = Rezultat net + Cheltuieli cu amortizările ± Cheltuieli și venituri din provizioane

CAF măsoară capacitatea întreprinderii de a finanța prin propriile resurse nevoile sale financiare.

b) rentabilitatea investițiilor $\left[\frac{\text{CAF}}{\text{Imobilizări de exploatare}}\right]$ (%)

Scanned with OKEN Scanner

Arată care este contribuția imobilizărilor corporale aparținând exploatării la creșterea capitalurilor proprii de proveniență internă.

O altă variantă a acestui indicator este:

» **rata profitabilității după activele patrimoniale**

$\left[\frac{\text{Profit brut}}{\text{Active fixe} + \text{Active circulante}}\right]$ care indică eficiența economică a utilizărilor sau a totalului activului.

Indicatorii echilibrului financiar

a) gradul de acoperire a capitalurilor investite specific analizei pe bază de indicatori efectuat de Banca Franței:

$$\left[\frac{\text{Resurse stabile}}{\text{Capitaluri investite}} = \frac{\text{Capitaluri proprii} + \text{Datorii financiare}}{\text{Active imobilizate} + \text{NFR de exploatare}}\right] (\%)$$

În mod normal, indicatorul trebuie să fie de 100%, capitalurile investite trebuind să fie acoperite prin resurse stabile pentru a limita riscul de întrerupere a finanțării. Dacă este inferior limitei de 100%, atunci corespunde unei finanțări a unei părți a utilizărilor stabile și mai ales a nevoii de fond de rulment de exploatare prin credite pe termen scurt care, prin natura lor, pot fi oricând reduse sau suspendate. Deci, teoretic, nu ar fi indicat să se finanțeze astfel nevoile permanente.

Această interpretare trebuie pusă în discuție.

¤ În primul rând, nevoia de fond de rulment variază de la o perioadă la alta și un indicator de 100% pentru întreaga perioadă semnifică faptul că, în unele subperioade, o parte a

Scanned with OKEN Scanner

resurselor stabile va fi inutilizată, pentru că nevoia de fond de rulment nu atinge nivelul său cel mai ridicat. În acest caz este preferabil să se recurgă la credite pe termen scurt.

- În al doilea rând, asigurarea unei linii de credite pe termen scurt în anumite condiții care să le confere un caracter relativ stabil sau reînnoirea lor continuă nu periclitează echilibrul financiar al întreprinderii.

b) gradul de acoperire internă a capitalurilor investite

$$\left[\frac{\text{Capacitate de autofinanțare}}{\text{Capitaluri investite}}\right] (\%)$$

Măsoară autonomia unei întreprinderi față de partenerii săi financiari (asociați, bănci și instituții financiare) și furnizează un indiciu asupra gradului de recuperare a capitalurilor investite de orice natură.

c) finanțarea curentă a nevoii de fond de rulment

$$\left[\frac{\text{Credite pe termen scurt}}{\text{NFR}}\right] (\%)$$

Arată partea din finanțarea pe termen scurt alocată de întreprindere nevoii de fond de rulment de exploatare și în afara exploatării.

d) gradul de acoperire a nevoii de fond de rulment prin fond de rulment

$$\left[\frac{\text{FR}}{\text{NFR}}\right] (\%)$$

Scanned with OKEN Scanner

Indicatorii solvabilității și lichidității

Aceștia arată modul în care face față activul (sau diferitele sale componente) datoriilor exigibile imediat sau nu.

Indicatorii solvabilității indică stabilitatea pe termen lung și structura financiară a întreprinderii.

a) solvabilitate generală $\left[\frac{\text{Activ total}}{\text{Capitaluri străine}}\right]$

Măsoară securitatea de care se bucură creditorii întreprinderii pe termen lung și scurt și marja de credit a acesteia.

Analiza indicatorilor solvabilității trebuie să fie completată de cea a indicatorilor lichidității pentru că primii pot avea un nivel favorabil, dar pot ascunde o situație financiară nesănătoasă.

Indicatorii lichidității reflectă capacitatea întreprinderii de a face față, cu ajutorul activelor sale, datoriilor exigibile sau totalului datoriilor.

b) lichiditate generală $\left[\frac{\text{Active circulante}}{\text{Datorii totale}}\right]$

c) lichiditate relativă sau **solvabilitate curentă** $\left[\frac{\text{Active circulante}}{\text{Datorii circulante}}\right]$

Reflectă capitalul de exploatare al întreprinderii și analiștii îl consideră ideal când ia valori cuprinse între 1,8 și 2, deși poate varia de la o ramură la alta.

Scanned with OKEN Scanner

d) lichiditate restrânsă sau **indicatorul solvabilității rapide** [19] ia în considerare doar activele cele mai lichide respectiv creanțe și disponibilități.

În concepția anglo-saxonă = $\left[\frac{\text{Active circulante} - \text{Stocuri}}{\text{Datorii circulante}}\right]$

În concepția franceză se exclud din activele circulante pe lângă stocuri și alte active cu o lichiditate mai redusă, ca de exemplu cheltuieli constatate în avans.

Variația optimă a indicatorului se consideră a fi cuprinsă în intervalul 0,8 -1.

În cadrul sistemului anglo-saxon se calculează pornind de la acest indicator, un indicator corectat, care exclude din rândul datoriilor pe termen scurt descoperirile bancare (soldul creditor al conturilor curente de la bănci), care se consideră că nu pot fi înnoite pe o perioadă scurtă de timp. Acest indicator compară active și datorii cu un ciclu de viață aproximativ egal. De asemenea, pot fi excluse de la datorii pe termen scurt și datoriile fiscale, dacă se cunoaște data plății și nu este considerată rapidă.

» **Indicatorul solvabilității rapide corectat** este:

$$\left[\frac{\text{Active lichide}}{\text{Datorii pe termen scurt} - \text{Descoperiri bancare sau datorii fiscale}}\right]$$

e) lichiditate imediată $\left[\frac{\text{Disponibilități} + \text{Titluri de plasament}}{\text{Datorii pe termen scurt}}\right]$

Scanned with OKEN Scanner

Dacă indicatorul este cu mult mai mic decât 1, acesta semnifică grave dificultăți de plată, iar în situația inversă este vorba de o gestiune de trezorerie 0.

Indicatorii rotației elementelor componente ale nevoii de fond de rulment

Aceștia sunt importanți în aprecierea lichidității zilnice a întreprinderii, care este dependentă de disponibilitățile bănești generate de afacerile normale ale acesteia, obținute prin convertirea stocurilor în vânzări și creanțe și apoi a creanțelor în încasări.

Acești indicatori se construiesc raportând un stoc la un flux de aceeași natură în ceea ce privește evaluarea contabilă, obținându-se zile de rotație. În această categorie se înscriu: indicatorul global al rotației nevoii de fond de rulment, rotația stocurilor, rotația creditului acordat clienților și rotația creditului primit de la furnizori.

a) indicatorul global al nevoii de fond de rulment

$$\left[\frac{\text{Nevoia de fond de rulment}}{\text{Cifra de afaceri (cu TVA inclusă)}}\right]$$

Acesta permite evaluarea globală a nevoii de fond de rulment în raport cu nivelul activității.

b) rotația stocurilor (interval mediu de stocaj), care se determină pe elemente ale stocurilor, astfel:

» rotația stocului de mărfuri

$$\left[\frac{\text{Stoc mediu de marfă}}{\text{Costul de cumpărare al mărfurilor vândute}} \times 360\right]$$

Se exprimă în număr de zile de cost de achiziție a mărfurilor vândute.

» rotația stocului de materii prime și materiale

$$\left[\frac{\text{Stoc mediu de materii prime și materiale}}{\text{Consumuri de materii prime și materiale}} \times 360\right]$$

Se exprimă în număr de zile de consumuri materiale.

» rotația stocului de produse în curs și semifabricate

$$\left[\frac{\text{Stoc mediu de produse și semifabricate}}{\text{Costul producției în curs și semifabricatelor}} \times 360\right]$$

Se exprimă în număr de zile de cost de producție al producției în curs și semifabricatelor.

» rotația stocului de produse finite

$$\left[\frac{\text{Stoc mediu de produse finite}}{\text{Cost complet}} \times 360\right]$$

Se exprimă în număr de zile de cost complet.

c) rotația creditului clienți

$$\left[\frac{\text{Creanțe clienți} + \text{Efecte scontate nescadente} - \text{Avansuri primite}}{\text{Cifra de afaceri (cu TVA inclusă)}} \times 360\right]$$

Se exprimă în număr de zile de cifră de afaceri (cu TVA inclusă).

d) rotația creditului furnizori

$$\left[\frac{\text{Datorii furnizori} - \text{Avansuri vărsate}}{\text{Cumpărări (cu TVA)} + \text{Servicii exterioare (cu TVA)}} \times 360\right]$$

Se exprimă în număr de zile de cumpărări și prestări de servicii.

De remarcat este faptul că la întreprinderile cu fluctuații mari ale nivelului nevoii de fond de rulment, cum sunt cele cu activitate

Scanned with OKEN Scanner

sezonieră, este bine ca indicatorii de rotație să se raporteze nu la anul calendaristic, ci la ultimul trimestru (90 zile).

Indicatorii astfel obținuți se compară cu norme interne și externe după care se pot analiza factorial.

FINTINARU · NECULAI ·

BILANȚUL FINANCIAR

1. Definiția bilanțului financiar

Bilanțul financiar, care mai poartă numele de **bilanț lichiditate - exigibilitate**, se bazează pe bilanțul contabil, la fel ca și bilanțul funcțional. După concepția pe care se bazează, bilanțul financiar se apropie mai mult decât cel funcțional de cel contabil, având în centrul său noțiunea de patrimoniu și de drepturi și obligații ce apar în legătură cu posesia și folosirea elementelor sale.

Bilanțul contabil oferă informații terților întreprinderii și în special celor care au adus fonduri (acționari și creditori).

Bilanțul financiar studiază riscul nerambursării datoriilor de către întreprindere și structura sa financiară, răspunzând mai ales cerințelor creditorilor acesteia. De aceea, primii care au elaborat sau cerut bilanțuri financiare au fost băncile, la ora actuală însă acestea fiind utile și altor terți ai întreprinderii și chiar întreprinderii însăși.

Bilanțul financiar reflectă solvabilitatea întreprinderii atât pe termen scurt (lichiditate), cât și pe termen lung și implicit riscul de neplată sau de faliment al acesteia. Prin urmare, construcția sa se bazează pe comparația pe orizontală dintre activele și pasivele patrimoniale, în funcție de lichiditatea, respectiv exigibilitatea lor. Bilan-

Scanned with OKEN Scanner

țul financiar **măsoară capacitatea întreprinderii de a-și onora datoriile.** El **verifică lichiditatea**, adică proprietatea unui activ de a fi rapid transformat în monedă pentru a putea face față pasivului exigibil [12].

Măsurând atât solvabilitatea pe termen scurt, cât și cea pe termen lung, bilanțul financiar trebuie să urmeze o regulă strictă în construirea sa, o delimitare clară a exigibilității și lichidității. Pragul de lichiditate sau de exigibilitate s-a considerat a fi anul calendaristic. Structurarea activelor și pasivelor în mai mari sau mai mici de un an a caracterizat și Planul contabil francez, elaborat în anul 1957 și caracterizează Planul contabil anglo-saxon actual. Acest lucru arată încă o dată asemănarea dintre bilanțul financiar și cel contabil, iar în plus, originea bilanțului financiar care este mult mai vechi ca și prelucrare financiară decât cel funcțional sau cel al „ansamblului resurselor".

Pe lângă împărțirea strictă a activelor și pasivelor în funcție de lichiditatea, respectiv exigibilitatea mai mică sau mai mare de un an, este necesară reprelucrarea bilanțului contabil conform opticii financiare în general și a celei lichiditate în special.

2. Construcția bilanțului financiar

a) Reprelucrări specifice bilanțului financiar

1. Unele elemente ale activului patrimonial (utilizărilor) sunt considerate activ fictiv sau nonvalori. Acestea reprezintă cheltuieli activate în scopul oferirii unor facilități întreprinderii prin posibilitatea etalării lor pe mai multe exerciții. Se consideră că nu au o valoare economică imediată, pentru că privesc viitorul (crearea sau expansiunea întreprinderii). Prin urmare sunt eliminate din activul bilanțului financiar.

Scanned with OKEN Scanner

Aceste elemente sunt:

- elemente ale imobilizărilor necorporale:
  - ♦ cheltuieli de constituire;
  - ♦ cheltuieli de cercetare-dezvoltare.

    Cele două nu au valoare într-o optică de lichidare a activității.

  - ♦ fondul comercial bazat pe rentabilitatea viitoare a întreprinderii, care ar dispărea dacă și activitatea întreprinderii s-ar opri.
- elemente ale activelor de regularizare:
  - ♦ cheltuieli de repartizat pe mai multe exerciții, care sunt considerate nonvalori, pentru că se raportează la exercițiile viitoare;
  - ♦ cheltuielile înregistrate în avans, ce au fost create prin aplicarea principiului prudenței care nu mai este funcțional în condițiile în care analiza nu se raportează la exercițiile următoare, ci la cel curent care poate fi și ultimul exercițiu al activității întreprinderii;
  - ♦ diferențele de conversie–activ, care sunt nonvalori pentru că se referă la pierderi potențiale privind creanțele și datoriile exprimate în devize;
  - ♦ se elimină elementele înregistrate în contul 473 "Decontări din operații în curs de clarificare", pentru că nu se pot imputa exercițiului curent.
- primele de rambursare a obligațiunilor, care sunt cheltuieli activate.

Scanned with OKEN Scanner

2. Reprelucrarea unor elemente de pasiv:

- conturile curente ale asociaților care rămân la dispoziția întreprinderii o perioadă mai mare de timp sunt considerate în general capitaluri proprii. După unele opinii sunt considerate însă datorii;
- veniturile înregistrate în avans se elimină din pasivul bilanțului financiar fiind considerate nonvalori;
- diferențele de conversie-pasiv sunt considerate nonvalori pentru că se referă la câștiguri potențiale privind creanțele și datoriile exprimate în devize;
- impozitele latente aferente provizioanelor reglementate și subvențiilor pentru investiții sunt trecute la datorii pe termen lung (alături de provizioanele pentru riscuri și cheltuieli), respectiv la datorii pe termen scurt, în funcție de gradul de lichiditate a surselor de impozit amânat la plată;
- o parte a provizioanelor pentru riscuri și cheltuieli aparțin capitalurilor proprii (dar nete de impozit latent).

3. Luarea în considerare a dividendelor de plată la sfârșitul exercițiului, pentru că bilanțul financiar este întocmit după repartizarea profitului exercițiului, spre deosebire de cel contabil și cel funcțional care prezintă pasivul bilanțului înainte de repartizarea rezultatului. Acest lucru se explică prin faptul că, dacă activitatea întreprinderii ar înceta, ar trebui luate în considerare toate elementele aferente ultimului exercițiu. Dividendele de plată sunt clasate la datorii mai mici de un an.

Scanned with OKEN Scanner

b) Reclasarea activelor și pasivelor în active și pasive mai mari sau mai mici de un an

Pornind de la activele și pasivele astfel reprelucrate se va proceda în continuare la o delimitare în funcție de stricta lor lichiditate, respectiv exigibilitate.

Bilanțul contabil respectă mai mult structurarea după lichiditate a activelor decât structurarea după exigibilitate a pasivelor. Prin urmare, reclasarea activelor într-un bilanț financiar va comporta puține rectificări față de bilanțul contabil, în timp ce pasivele trebuie reconsiderate după exigibilitate recurgând la informațiile din Anexa la bilanț. Se obțin astfel patru mase de elemente: active mai mari sau mai mici de un an și pasive mai mari sau mai mici de un an.

1. Reclasarea activelor:

- activele corporale imobilizate și circulante se clasifică (în bilanțul contabil) după caracterul circulatoriu care nu se suprapune exact cu cel al lichidității. Prin urmare, anumite elemente ale activelor circulante (stocuri sau creanțe) sunt realizabile în mai mult de un an, fiind integrate la activele mai mari de un an. Activele imobilizate corporale rămân nemodificate și se consideră că aparțin în totalitate activelor mai mari de un an;

- imobilizările financiare pot cuprinde titluri imobilizate și creanțe rambursabile în cursul anului, deci partea corespunzătoare se va deduce de aici și se va trece la activele mai mici de un an.

Scanned with OKEN Scanner

2. Reclasarea pasivelor:

- impozitul latent conținut de unele elemente ale capitalurilor proprii (provizioane reglementate și subvenții pentru investiții) vor fi trecute la datorii, iar în cadrul acestora se va diferența partea mai mică de un an de cea mai mare de un an;

- provizioanele pentru riscuri și cheltuieli trebuie reclasate în funcție de probabilitatea scadenței în datorii mai mari sau mai mici de un an. O parte a acestora se consideră capitaluri proprii (dar nete de impozitul latent);

- datoriile financiare cuprind o fracțiune care este scadentă în cursul anului și care trebuie reclasată la datorii mai mici de un an.

În funcție de aceste reprelucrări și reclasări, bilanțul financiar se obține pe baza bilanțului contabil conform figurii nr. 4.2.3, respectiv 4.2.4.

Scanned with OKEN Scanner

BILANȚ CONTABIL	REPRELUCRĂRI ȘI RECLASĂRI	BILANȚ FINANCIAR
Activ imobilizat * Imobilizări necorporale	- Chelt. de constituire - Chelt. de cercetare-dezvoltare - Fond comercial	**Active > 1 an** * Imobilizări necorporale
* Imobilizări corporale	+ Imobilizări în leasing	* Imobilizări corporale
* Imobilizări financiare	- Titluri sau creanțe cu scadență mai mică de un an	* Imobilizări financiare
	+ Stocuri și creanțe circulante mai mari de un an	* Stocuri și creanțe circulante mai mari de un an
Active circulante * Stocuri	- Stocuri mai mari de un an	**Active < 1 an** * Stocuri
* Creanțe	+ Efecte scontate nescadente - Creanțe mai mari de un an	* Creanțe
* Titluri de plasament		* Titluri de plasament
* Disponibilități	- Sold creditor al conturilor curente	* Disponibilități
Conturi de regularizare * Chelt. de repartizat pe mai multe exerciții * Chelt. înregistrate în avans * Decontări din operații în curs de clarificare * Diferențe de conversie-activ	- Chelt. de repartizat pe mai multe exerciții - Chelt. înregistrate în avans - Decontări din operații în curs de clarificare - Diferențe de conversie-activ	
Prime de rambursare a obligațiunilor * Prime de rambursare a obligațiunilor	- Prime de rambursare a obligațiunilor	
	+ Titluri sau creanțe imobilizate mai mici de un an	* Titluri sau creanțe imobilizate mai mici de un an

Fig. 4.2.3 Activul bilanțului contabil și al bilanțului financiar

Scanned with OKEN Scanner

BILANȚ CONTABIL	REPRELUCRĂRI ȘI RECLASĂRI	BILANȚ FINANCIAR
Capitaluri proprii * Capitaluri proprii	- Dividende de plată - Contrapartida la resurse a chelt. de constituire, de cercetare-dezvoltare, fond comercial, cheltuieli de repartizat pe mai multe exerciții, prime de rambursare a obligațiunilor, eliminate de la activele imobilizate - Impozite latente asupra provizioanelor reglem. și subvențiilor pt. investiții + Provizioane pt. riscuri și cheltuieli nete de impozit latent considerate ca aparținând capitalurilor proprii	**Pasive > 1 an** * Capitaluri proprii
Provizioane pt. riscuri și cheltuieli * Provizioane pentru riscuri și cheltuieli	- Provizioane pt. riscuri și cheltuieli considerate aparținând capit. proprii - Provizioane pentru riscuri și cheltuieli mai mici de un an + Impozit latent asupra provizioanelor reglementate și prov. pt. riscuri și chelt. aparținând capitalurilor proprii	* Provizioane pt. riscuri și cheltuieli aparținând datoriilor
Datorii * Datorii financiare	- Datorii financiare mai mici de un an + Datorii aferente imob. în leasing - Credite pe termen scurt	* Datorii pe termen mediu și lung
	+ Datorii circulante mai mari de un an	* Datorii circulante mai mari de un an
* Datorii comerciale, sociale și fiscale * Datorii diverse	- Datorii mai mari de un an	**Pasive < 1 an** * Datorii de exploatare și în afara exploatării
	+ Impozit latent asupra subvențiilor pentru investiții, provizioanelor reglementate și provizioanelor pentru riscuri mai mici de un an + Dividende de plată + Provizioane pentru riscuri și cheltuieli mai mici de un an + Datorii financiare mai mici de un an	* Impozit latent asupra subvențiilor pentru investiții * Dividende de plată * Provizioane pentru riscuri și cheltuieli mai mici de un an * Datorii financiare mai mici de un an
Conturi de regularizare * Venituri constatate anticipat * Diferențe conversie-pasiv	- Venituri constatate anticipat - Diferențe conversie-pasiv	

Fig. 4.2.4 Pasivul bilanțului contabil și al bilanțului financiar

Scanned with OKEN Scanner

3. Interpretarea bilanțului financiar

Structura bilanțului financiar permite confruntarea lichidității activelor și a exigibilității pasivelor arătând dacă întreprinderea poate imediat sau prin conversia unor active mai puțin lichide să-și acopere datoriile exigibile la un moment dat, ca de exemplu în cazul încetării activității. În concluzie, bilanțul financiar servește aprecierii solvabilității și lichidității întreprinderii.

a) Aprecierea solvabilității

Aceasta constă în compararea activelor totale cu datoriile totale și evidențierea capitalurilor proprii rămase.

Analiza solvabilității lucrează cu indicatorul:

» **activ net contabil** construit pe baza datelor bilanțului financiar. Acesta se determină ca diferență între totalul activelor și totalul datoriilor, pasivul fiind apreciat după repartizarea rezultatului exercițiului.

Activ net contabil (ANC) = Total activ – Total datorii

ANC este echivalent cu capitalurile proprii din pasivul bilanțului financiar.

Aceste relații dau indicii asupra solvabilității globale a întreprinderii și asupra dimensiunilor capitalurilor proprii ce rămân după lichidarea întreprinderii proprietarilor acesteia. De asemenea, activul net constituie garanția creditorilor în cazul evoluției nefavorabile a activității întreprinderii.

Pe lângă indicatorul ANC, în analiza financiară se folosește, atât pentru aprecierea solvabilității, a avuției proprietarilor și a garanției creditorilor, cât și pentru evaluarea întreprinderii, indicatorul activ net corectat sau reevaluat.

Scanned with OKEN Scanner

Activul net corectat sau reevaluat utilizează datele bilanțului financiar, dar se procedează la reevaluarea activelor patrimoniale și eventual a datoriilor, între care se face apoi diferența.

» **activul net reevaluat** se obține pornind de la ANC căruia i se aduc corecții numai în legătură cu actualizarea prețurilor și a raportului de schimb [35];

» **activul net corectat** ia în calcul și influențele tuturor factorilor care produc distorsiuni între bilanțul contabil și bilanțul economic care ține cont de exigențele pieței [Toma].

Pentru creditorii întreprinderii este semnificativă de asemenea ponderea activului net corectat în totalul pasivului:

$$\left[\frac{\text{Activ net corectat (ANCC)}}{\text{Total pasiv}} > \frac{1}{3}\right]$$

Conform organismelor financiare, acest indicator trebuie să fie mai mare decât 1/3, dar cea mai pertinentă apreciere se face prin comparații cu normele sectorului căruia îi aparține întreprinderea.

Tot pentru aprecierea solvabilității și a avuției acționarilor se mai utilizează indicatorii situație netă și resurse proprii [16].

» **indicatorul situație netă** este utilizat în Franța și este prevăzut în modelul de bilanț după repartiție al Planului contabil general, determinându-se ca sumă a posturilor următoare:

- capital;
- prime legate de capital;
- diferențe din reevaluare;
- rezerve;
- rezultat reportat.

Se observă că indicatorul este aproximativ egal cu capitalurile proprii cu deosebirea că nu include subvențiile pentru investiții și provizioanele reglementate.

Scanned with OKEN Scanner

» **indicatorul resurse proprii** sau **suprafață financiară lărgită** se determină astfel:

Capital
+
Prime legate de capital
+
Diferențe din reevaluare
+
Rezerve
+/-
Rezultat reportat
+/-
Rezultatul exercițiului
-
Sume de distribuit ca dividende
+
Subvenții pentru investiții și provizioane reglementate nete de impozit
-
Cheltuieli de constituire
-
Cheltuieli de repartizat pe mai multe exerciții
-
Prime de rambursare a obligațiunilor
+
Diferențe de conversie-pasiv
-
Diferențe de conversie-activ
+
Titluri de participare
+
Avansuri condiționate
+
Conturi curente ale asociaților
+
Obligațiuni convertibile în acțiuni
+
Împrumuturi legate de participații

Analiza solvabilității poate fi completată prin construirea, pe baza datelor bilanțului financiar, a unor indicatori de solvabilitate al căror mod de calcul a fost prezentat într-un subcapitol anterior.

Scanned with OKEN Scanner

b) Aprecierea lichidității

În primul rând se calculează indicatorul specific bilațului financiar care este **fondul de rulment financiar**. Acesta reflectă nu numai lichiditatea, ci și solvabilitatea și implicit pragul echilibrului financiar al întreprinderii.

» **Fondul de rulment financiar** este rezultanta construirii după lichiditate și exigibilitate a bilanțului financiar.

Acesta se obține prin citirea orizontală a celor patru mase ale bilanțului financiar.

El poate fi determinat:

- ca diferență între resursele stabile și utilizările stabile;
- ca diferență între activele mai mici de un an și datoriile mai mici de un an.

Active mai mari de un an	Pasive mai mari de un an
FR financiar	

sau

Active mai mici de un an	Pasive mai mici de un an
	FR financiar

Pentru a se asigura echilibrul financiar, activul exigibil trebuie să fie superior datoriilor pe termen scurt, ceea ce este echivalent cu faptul că resursele pe termen mediu și lung trebuie să finanțeze cel puțin utilizările stabile.

- Fondul de rulment financiar este un indicator al solvabilității întreprinderii, apreciat de creditori, pentru că existența lui arată absența riscului de insolvabilitate. El este o marjă de securitate pe care întreprinderea trebuie să o constituie pentru a face față asimetriei riscurilor activelor pe termen scurt și a datoriilor mai mici de un an. Lichiditatea activelor pe

Scanned with OKEN Scanner

termen scurt este nesigură în timp ce exigibilitatea datoriilor pe termen scurt este sigură [12].

- Fondul de rulment financiar este și un indicator al lichidității întreprinderii, pentru că un nivel insuficient al său este un semn al riscului de neplată.

Deși s-a determinat că fondul de rulment trebuie să fie mai mare decât zero pentru a se asigura echilibrul financiar, analiza lichiditate nu dă indicii asupra mărimii sale așa cum face analiza funcțională care-i leagă mărimea de nevoia de fond de rulment pe care trebuie să o finanțeze. Fondul de rulment financiar poate fi totuși apreciat prin comparații cu întreprinderile aparținând aceluiași sector de activitate.

Lichiditatea mai poate fi apreciată și prin calcularea indicatorilor de lichiditate (globală, restrânsă și imediată) prezentați într-un subcapitol anterior, însă utilizând datele bilanțului financiar.

Scanned with OKEN Scanner

BILANȚUL ANSAMBLULUI RESURSELOR

1. Conceptul de bilanț al ansamblului resurselor

Bilanțul funcțional și bilanțul financiar permit citirea orizontală a diferitelor categorii de resurse și utilizări obținute după grupările specifice celor două concepții. Celor două tipuri de bilanțuri ale analizei financiare li s-au adus o serie de critici, dintre care cele mai semnificative sunt cea a încălcării principiului unității de casă și cea a distincției arbitrare între lichiditate și exigibilitate mai mare sau mai mică de un an.

Ca un răspuns la aceste critici și pe baza conceptelor abia apărute ale teoriei financiare neoclasice, mult mai elaborată, a apărut **bilanțul ansamblului resurselor**, care studiază în ansamblul lor resursele și utilizările întreprinderii. Numai așa se poate degaja opțiunea întreprinderii în materie de investiții și de finanțare, ținând cont de arbitrajul dintre rentabilitate (atât economică, a activelor cât și financiară, a pasivelor) și riscul prezentat de aceste elemente.

Teoria financiară neoclasică avansează un criteriu care privește costul resurselor sau costul capitalului compus din costul diferitelor resurse folosite. În funcție de acest criteriu se judecă oportunitatea diferitelor utilizări cărora le sunt afectate resursele.

Adepții acestui tip de bilanț consideră că bilanțul nu trebuie analizat ca ponderi relative ale diferitelor mase de bilanț, ci ca ansambluri de resurse și de utilizări care dau un indiciu, pornind de la datele trecute, asupra deciziilor de viitor ale întreprinderii în materie de investiții și de finanțare, fără a exista o afectare a unei resurse unui anumit tip de utilizare.

Scanned with OKEN Scanner

Astfel, se consideră că bilanțul conține o masă sau portofoliu de active și pentru a le finanța, o masă sau portofoliu de pasive.

2. Construcția bilanțului ansamblului resurselor

La ora actuală sunt elaborate mai multe modele de bilanț a ansamblului resurselor și utilizărilor. Cele mai cunoscute sunt următoarele:

a) Un model asemănător unui inventar care recenzează utilizările în activ și diferitele resurse de finanțare în pasiv. Acesta este prezentat sub formă de listă, începându-se cu portofoliul de active și continuând cu portofoliul de resurse.

Portofoliul activelor cuprinde ca și posturi [16]:

- activ imobilizat;
- stocuri și produse în curs de execuție;
- creanțe;
- titluri de plasament și disponibilități bănești.

Portofoliul pasivelor cuprinde ca și posturi:

- fonduri proprii de origine internă;
- rezerve de autofinanțare;
- fonduri proprii de origine externă;
- datorii financiare;
- datorii de exploatare și datorii diverse.

b) Cel de-al doilea model face distincție, după natura lor, între stocurile de utilizări, respectiv după proveniență, între stocurile de resurse.

Schema modelului este următoarea:

Stocuri de utilizări (portofoliu de active)	Stocuri de resurse (portofoliu de resurse)
Utilizări industriale și comerciale: -imobilizări brute -nevoie de fond de rulment	Resurse de origine proprie: -resurse proprii externe -resurse proprii interne
Utilizări financiare: -imobilizări financiare -titluri de plasament, disponibilități bănești	Ansamblul datoriilor: -datorii pe termen lung -datorii pe termen scurt

c) Un al treilea model de bilanț este **bilanțul funcțional "pool de fonds"** elaborat de Centrala Bilanțurilor Băncii Franței în anul 1987. Acesta este o combinație între concepția funcțională și cea a "ansamblului resurselor". Este prezentat ca și un tablou cu două părți [3].

În prima parte este descris capitalul angajat ca și sumă a activelor imobilizate, a nevoii de fond de rulment și a disponibilităților, iar pe de altă parte, același capital angajat este prezentat ca și sumă a finanțărilor proprii și a datoriilor financiare. În această primă parte nu este aplicat principiul afectării resurselor la nevoi.

În a doua parte sunt prezentate formulele orizontale specifice unei analize funcționale.

3. Interpretarea bilanțului ansamblului resurselor

În cazul **modelului a)**, bilanțul ansamblului resurselor are relativ aceeași structură cu cea a bilanțului contabil și nu face o distincție clară a operațiilor după natura ciclurilor cărora le aparțin. Utilizările sunt apreciate global, ca elemente care, imediat sau la termen, aduc venituri. De asemenea, resursele sunt apreciate global, servind finanțării acestor utilizări.

Scanned with OKEN Scanner

Modelul c) poate fi interpretat la fel ca și **modelul a)**, dacă se ține seama de prima parte care prezintă capitalul angajat atât sub aspectul destinației, cât și al resurselor. Partea a doua a acestui model servește citirii orizontale sau funcționale a elementelor de stocuri de utilizări și de resurse.

Modelul b), care este și cel mai larg răspândit, prezintă particularități față de precedentele.

Cu toate că acesta nu permite o citire orizontală, deci nu există afectări a resurselor la nevoi, în cadrul utilizărilor, respectiv a resurselor există diferențieri după ciclurile activității întreprinderii și în cadrul acestora, după natura lor.

Bilanțul ansamblului resurselor poate fi analizat prin studierea importanței fiecărui stoc de utilizări și resurse din bilanț sau/și printr-o suită de indicatori de structură după cum urmează:

Studiul diferitelor mase de utilizări și resurse

- Portofoliul de active
  - **Utilizările de natură industrială și comercială** cuprind imobilizările corporale (imobilizările necorporale sunt excluse, pentru că nu se consideră că aparțin vreunei decizii de investiții), nevoia de fond de rulment de exploatare și partea nevoii de fond de rulment din afara exploatării care se leagă de ciclul de investiții.
  - **Utilizările de natură financiară** cuprind imobilizările financiare și investițiile de aceeași natură pe termen scurt (titluri de plasament) și o parte a nevoii de fond de rulment de exploatare legată de operațiile de investiții în active financiare.

Scanned with OKEN Scanner

Această distincție între industrial (și comercial) și financiar arată orientarea politicii de investiții a întreprinderii, care alege investițiile după natura lor specifică, dar și în funcție de nivelul rentabilității economice și a riscului economic. Se pot pune întrebări și asupra importanței diferitelor tipuri de investiții în raport cu posibilitățile pieții. Astfel se face un arbitraj între risc și rentabilitate care va influența opțiunea întreprinderii pentru o creștere internă (utilizări industriale) sau pentru o creștere externă (utilizări financiare).

- Portofoliul de pasive
  - **Resursele străine** (datorii) cuprind datorii pe termen mediu și lung și credite pe termen scurt.
  - **Resursele proprii** cuprind resursele de origine proprie, internă sau externă.

Elementele nevoii de fond de rulment în afara exploatării, care sunt legate de ciclul de finanțare, sunt trecute la resursele corespunzătoare.

Studiul acestora reflectă alegerea făcută între resurse pentru finanțarea dezvoltării: resurse proprii sau datorii pe termen scurt, mediu sau lung, opțiune care s-a bazat pe arbitrajul rentabilitate economică sau financiară/risc economic, financiar sau de faliment. Acest lucru este ilustrat și în lucrarea lui S. Griffith [16], care condiționează alegerea între îndatorare și apel către asociați pentru întărirea capitalului, în funcție de păstrarea sau nu a capacității de îndatorare viitoare a întreprinderii, și deci dezvoltarea sa în viitor și dacă pune sau nu în cauză rentabilitatea prin creșterea ponderii cheltuielilor financiare.

De asemenea, studiul portofoliului de resurse pune în evidență alegerea între datorii pe termen lung sau pe termen scurt, în funcție de rata dobânzii. Gestiunea datoriilor urmărește apărarea împotriva riscului fluctuației nivelului dobânzii.

Scanned with OKEN Scanner

- Problema trezoreriei, care nu mai are un ultim rol, rezidual ca și în cazul celorlalte două tipuri de bilanțuri. Este considerată:
  - sursă de rentabilitate pentru că permite efectuarea unor investiții cu caracter financiar;
  - resursă flexibilă destinată acoperirii unor dificultăți temporare, generate de exploatarea sau de restructurarea întreprinderii.

Utilizarea indicatorilor de structură ai bilanțului ansamblului utilizărilor și resurselor

Indicatorii care pot fi construiți pe baza datelor acestui bilanț sunt:

- $\left[\frac{\text{Utilizări industriale}}{\text{Utilizări financiare}}\right]$ (indică un risc economic mai mare decât cel financiar, dacă raportul este supraunitar)
- $\left[\frac{\text{Utilizări financiare}}{\text{Utilizări totale}}\right]$
- $\left[\frac{\text{Utilizări financiare pe termen scurt}}{\text{Utilizări totale}}\right]$
- $\left[\frac{\text{Resurse proprii}}{\text{Datorii financiare}}\right]$ (indică risc financiar și de faliment)
- $\left[\frac{\text{Resurse proprii}}{\text{Datorii financiare pe termen lung}}\right]$

Scanned with OKEN Scanner

- $\left[\frac{\text{Credite pe termen scurt}}{\text{Datorii financiare totale}}\right]$ (indică risc de faliment dacă nu se reînnoiesc creditele pe termen scurt).

ANALIZA PE BAZA CONTULUI DE PROFIT ȘI PIERDERE

Contul de profit și pierdere servește analizei dinamice sau statice a performanțelor înregistrate în perioadele trecute de către întreprindere. Analiza dinamică urmărește variația de la un an la altul a performanțelor economice și financiare, iar cea statică le surprinde la un moment dat.

Elementele contului de profit și pierdere vor fi regrupate de către analistul financiar, în vederea aprecierii eficienței întreprinderii în utilizarea resurselor, ținând cont de activitățile și obiectivele sale strategice. În acest mod se obțin următorii indicatori:

- indicatori ai activității și ai rezultatului prin construcția unui tablou al soldurilor intermediare de gestiune (T.S.I.G.).

Structura tabloului se bazează pe clasificarea cheltuielilor și a veniturilor, pe de o parte, pe tipuri de operații (de exploatare, financiare și excepționale), iar pe de altă parte, în operații curente (de exploatare, financiare) și operații excepționale.

- indicatori ai fluxurilor monetare
- indicatori compuși

Scanned with OKEN Scanner

1) Indicatori de activitate

a) Marja comercială (MC) este indicatorul fundamental al întreprinderilor de comerț.

$$\text{Marja comercială} = \left(\text{Vânzări de mărfuri} - \text{RRR acordate pentru vânzători}\right) - \text{Costul de achiziție al mărfurilor vândute}$$

unde:

RRR = reduceri sub formă de rabaturi, remize sau risturnuri;

Costul direct de achiziție = Cumpărări de mărfuri + Cheltuieli accesorii de cumpărare - RRR primite pentru cumpărări

b) Producția exercițiului (PE)

$$\text{Producția exercițiului} = \text{Producția vândută} + \text{Producția stocată} + \text{Producția imobilizată}$$

unde:

Producția vândută = Vânzări de produse finite, lucrări, studii, servicii, produse ale activității anexe (- mărfuri) - RRR acordate pentru vânzări (-RRR acordate aferente mărfurilor)

Producția exercițiului este o sumă de valori neomogene (preț le piață, cost de producție), dar totuși reflectă mai bine nivelul activității unei întreprinderi decât indicatorul cifra de afaceri.

Scanned with OKEN Scanner

c) Valoarea adăugată

Valoarea adăugată
=
Producția globală a exercițiului
(Marja comercială + Producția propriu-zisă)
-
Consumuri de bunuri și servicii furnizate de către terți pentru această producție

unde:

Consumul de bunuri și servicii (consum intermediar) = Cumpărări de la furnizori + Cheltuieli accesorii de cumpărare (transport - aprovizionare) - RRR asupra cumpărărilor + Alte cheltuieli externe - RRR asupra serviciilor externe.

Valoarea adăugată reflectă crearea sau creșterea valorii bunurilor și serviciilor ce provin de la terți în întreprindere prin exercitarea activităților profesionale curente.

- Indicatorului i se pot aduce unele critici, și anume:
  - este un agregat eterogen din punctul de vedere al evaluării elementelor sale componente (preț de piață și cost de producție);
  - depinde nu numai de întreprindere ci și de mediul său care-i dictează prețul de piață la care își valorifică produsele.
- Utilizarea valorii adăugate oferă următoarele avantaje:
  - indică mai bine decât cifra de afaceri greutatea economică reală a întreprinderii;
  - permite comparații între întreprinderi sau între activitățile aceleeași întreprinderi;

Scanned with OKEN Scanner

¤ este un indicator de creștere a unei perioade arătând evoluția activității în raport cu mijloacele utilizate (personal, imobilizări).

- Indicatorii specifici, care se pot construi pe baza indicatorului valoare adăugată (VA), sunt:
  - $\left[\frac{VA}{CA}\right]$ care indică gradul de integrare sau specializare a întreprinderii;
  - $\left[\frac{VA}{\text{Efectiv mediu}}\right]$ care indică productivitatea personalului;
  - $\left[\frac{VA}{\text{Imobilizări de exploatare}}\right]$ care indică randamentul imobilizărilor.

2) Indicatorii rezultatului

a) Excedentul brut de exploatare (EBE)

Excedentul brut de exploatare
=
(VA+Subvenții primite)
-
[Cheltuieli cu personalul + Cheltuieli cu impozitele și taxele (cu excepția impozitului pe profit)]

Acest indicator:

¤ măsoară profitul economic brut ce provine din ciclul de exploatare și arată ce-i rămâne întreprinderii după ce din VA a scăzut costul forței de muncă;

¤ arată surplusul monetar potențial degajat de activitățile industriale și comerciale.

Scanned with OKEN Scanner

Excedentul brut de exploatare este o marjă independentă de deciziile financiare și de politica fiscală a întreprinderii, depinzând doar de natura activităților sale industriale și comerciale și de competitivitatea sa.

b) Rezultatul exploatării (RE)

Rezultatul exploatării
=
EBE
+/-
Cheltuieli și venituri cu amortizarea și provizioanele
+/-
Alte cheltuieli și venituri de exploatare

unde:

- Alte cheltuieli de exploatare sunt cheltuieli care nu au caracter de consumuri intermediare cum sunt: diferențe din lichidarea unor datorii, diferențe din lichidarea unor creanțe și altele;
- Alte venituri de exploatare sunt venituri care nu sunt legate de activitatea productivă a întreprinderii ca și: sume provenite din imputații, avansuri nejustificate, creanțe privind pagube suportate și altele.

Rezultatul exploatării măsoară profitul economic al întreprinderii independent de politica financiară, fiscală, de distribuire a dividendelor și ținând seama doar de consumul capitalului fix (amortizare).

Critica ce i se poate aduce acestui indicator este că amortizarea administrativă induce erori în aprecierea performanțelor economice ale întreprinderii.

Scanned with OKEN Scanner

Rezultatul exploatării nu este influențat, ca și EBE, de raportul dintre capital și forța de muncă, de eventuala substituire a capitalului cu munca, deoarece le exclude pe amândouă din calculele sale, permițând astfel o mai bună comparare între întreprinderi.

c) Rezultatul curent brut (RCB)

Rezultatul curent brut = **Rezultatul exploatării** + **Venituri financiare** - **Cheltuieli financiare**

Acest indicator reflectă rezultatul normal degajat de activitățile curente ale întreprinderii.

d) Rezultatul excepțional

Rezultatul excepțional = **Venituri excepționale** + **Cheltuieli excepționale**

Indicatorul se referă la operațiile cu caracter nerecurent, excepționale.

Utilizarea sa este uneori nerelevantă din motiv că veniturile și cheltuielile excepționale ale unui exercițiu nu se referă întotdeauna la aceeași operație.

MINISTERUL FINANȚELOR PUBLICE

Scanned with OKEN Scanner

3) Indicatorii fluxurilor monetare

Fluxul monetar reprezintă un flux de operații care au un impact imediat asupra trezoreriei întreprinderii.

a) Excedentul de trezorerie de exploatare (ETE)

$$ETE = EBE - \Delta NFR_{exploatare}$$

unde:

$$\Delta NFR_{exploatare} = \Delta Stocuri + \Delta Creanțe\ din\ exploatare - \Delta Datorii\ din\ exploatare$$

Indicatorul reflectă fluxul net de lichidități generat de ciclul de exploatare.

Acesta prezintă utilitate pentru:

- detectarea dificultăților întreprinderii;
- evaluarea pe termen mediu a aptitudinii întreprinderii de a recupera capitalurile investite în exploatare și de a degaja un surplus monetar pentru a-și satisface obligațiile față de acționari și creditori.

b) Excedentul de trezorerie globală (ETG)

ETG = ETE + fluxuri monetare din operații în afara exploatării
(cu excepția dobânzilor, impozitului pe profit și veniturilor din cesiunea de imobilizări).

Indicatorul reflectă fluxul de lichidități degajat de toate activitățile întreprinderii.

El servește pentru aprecierea capacității întreprinderii de a-și recupera resursele investite în active industriale și financiare.

Scanned with OKEN Scanner

4) Indicatori compuși obținuți pe baza datelor contului de profit și pierdere [15]

a) Indicatori ai performanței economice provenite din activități de producție și comerciale

» **Profitabilitatea economică** poate fi:

- **brută** = $\left[\frac{EBE}{CA}\right]$ (%) sau $\left[\frac{EBE}{VA}\right]$ (%)

Profitabilitatea economică brută este o primă măsură a capacității beneficiare a întreprinderii, independent de politica sa financiară, fiscală și de amortizare.

- **netă** = $\left[\frac{RE}{CA}\right]$ (%) sau $\left[\frac{RE}{VA}\right]$ (%)

Profitabilitatea economică netă măsoară profitabilitatea activităților industriale și comerciale, independent de forma funcției de producție (pondere mai mare a capitalului fix sau a muncii vii).

» **Rentabilitatea economică** poate fi:

- **brută** = $\left[\frac{EBE}{CI}\right]$ (%)

unde:

CI = Capitaluri investite

CI = Imobilizări de exploatare + $NFR_{exploatare}$

Scanned with OKEN Scanner

Capitalurile investite pot fi exprimate în:

- valori nete contabile, eventual corectate cu inflația;
- valori brute (neamortizate), eventual corectate cu inflația.

Pentru calculul actualizat al rentabilității se utilizează valoarea brută a capitalurilor investite pornindu-se de la fluxurile de trezorerie generate de capitalurile investite în exploatare (ETE).

Rentabilitatea economică brută este o primă măsură a eficienței întreprinderii în utilizarea resurselor sale pentru că indică relația dintre coeficientul capitalului fix (imobilizări de exploatare/CA sau VA) și EBE care trebuie să facă față reînnoirii imobilizărilor.

Indicatorul se poate descompune astfel:

$$\left[\frac{EBE}{CI} = \frac{EBE}{CA} \times \frac{CA}{CI}\right].$$

Se observă că rentabilitatea economică brută depinde de profitabilitatea brută și de rotația capitalurilor investite, adică de capacitatea întreprinderii de a realiza o anumită cifră de afaceri pornind de la resursele angajate în exploatare.

- **netă** $= \left[\frac{RE}{CI}\right] (\%)$

Rentabilitatea economică netă reprezintă:

- un indicator al perspectivelor de creștere a întreprinderii;

Scanned with OKEN Scanner

- un indicator al performanțelor întreprinderii în utilizarea capitalurilor investite, independent de factorii de producție (capital, forță de muncă) și de modul de finanțare (politica financiară).

b) Indicatori ai performanței întreprinderii după luarea în calcul a politicii financiare și fiscale

» **Profitabilitatea financiară** $= \left[\frac{RC}{CA}\right]$ sau $\left[\frac{RNC}{CA}\right]$

unde:

RNC = rezultat net contabil.

Indicatorul:

- măsoară aptitudinea întreprinderii de a degaja un rezultat recurent pornind de la volumul său de afaceri și ținând cont de modul de finanțare adoptat;
- a doua formulă de calcul ține cont și de incidența operațiilor excepționale.

» **Rentabilitate financiară** $= \left[\frac{RC}{C_p}\right]$ sau $\left[\frac{RNC}{C_p}\right]$

unde:

C_p = capitaluri proprii.

Indicatorul permite aprecierea eficienței întreprinderii în utilizarea resurselor aduse de acționari.

Scanned with OKEN Scanner

» Efectul de levier financiar

Rentabilitatea capitalurilor proprii depinde de mai multe elemente: rentabilitatea economică, costul finanțării prin împrumuturi și rata dobânzii.

Legătura dintre rentabilitatea economică și cea financiară se scrie:

$$\left[RF = RE + (R_E - i) \times \frac{D}{C_p}\right] \text{ sau } \left[RF = \left(RE + (R_E - i)\frac{D}{C_p}\right) \times (1-T)\right]$$

unde:

R_F - rentabilitatea financiară;
R_E - rentabilitatea economică;
i - rata medie a dobânzii la datoriile financiare;
D - datorii;
C_p - capitaluri proprii;
T - cota de impozit pe profit.

- $$\left[R_E = \frac{\text{Rezultatul exploatării}}{\text{Capitaluri investite}}\right]$$

- $$\left[i = \frac{\text{Cheltuieli cu dobânzile}}{\text{Datorii financiare}}\right]$$

Întreprinderea va opta pentru îndatorare în funcție de rentabilitatea economică a capitalurilor investite. Astfel, dacă:

- $R_E > i$ => R_E crește odată cu îndatorarea (împrumuturile sunt oportune și suportabile);
- $R_E = i$ => structura financiară nu influențează R_E;
- $R_E < i$ => R_E este insuficientă pentru a suporta costul datoriei, iar plata dobânzilor penalizează acționarii care ar trebui să accepte o diminuare a rentabilității capitalurilor investite de ei.

Scanned with OKEN Scanner

Concluziile diagnosticului financiar pot fi:

a) concluzii privind factorii externi întreprinderii:

- oportunități: politici financiare de acordare a unor facilități pentru reinvestirea capitalului propriu, dobânzi favorabile contractării de credite, piață de valori dezvoltată care favorizează investiții în titluri;
- riscuri: risc ridicat de finanțare pe termen scurt, creșterea dobânzii la credite, dependențe față de piețele externe (risc politic sau economic).

b) concluzii privind factorii interni întreprinderii:

- puncte forte: cifra de afaceri în curs de stabilizare sau creștere; nevoia de fond de rulment echilibrată, cu o perioadă de reînnoire optimă; indicatori financiari (autonomie financiară, lichiditate, solvabilitate etc.) ale căror valori se încadrează în media sectorului de activitate a întreprinderii sau sunt conforme normelor;
- puncte slabe: neutilizarea la capacitate a mijloacelor fixe, fond de rulment insuficient pentru acoperirea nevoii de fond de rulment, grad de îndatorare mare, rentabilitate financiară nesatisfăcătoare, creanțe neîncasate mari, durate de rotație a activelor circulante mari, alți indicatori ai echilibrului financiar cu valori neacceptabile.

Scanned with OKEN Scanner

În vederea ilustrării modului de stabilire a diagnosticului financiar se va lua exemplul societății comerciale GENEVAL al cărei bilanț contabil întocmit la 31/12/19N se prezintă astfel:

BILANȚ

- mii lei -

Activ	Brut	Amortizări și provizioane	Net	Pasiv	Sume
Active imobilizate	11.500	3.800	7.700	Capitaluri proprii	7.400
Cheltuieli de constituire	1.000	800	200	Capital social	5.000
Cheltuieli de cercetare-dezvoltare	1.000	-	1.000	Rezerve	500
Fond comercial	1.500	-	1.500	Rezultatul exercițiului	1.400
Construcții	4.500	2.000	2.500	Provizioane reglementate	500
Instalații	3.000	1.000	2.000	Provizione pentru riscuri și cheltuieli	300
Titluri de participare și creanțe imobilizate	500	-	500	Provizioane pentru riscuri	300
Active circulante	22.000	4.000	18.000	Datorii	19.000
Stocuri	10.000	1.000	9.000	Datorii financiare	1.000
Creanțe-clienți	11.000	3.000	8.000	Furnizori	9.000
Disponibilități bănești	1.000	-	1.000	Datorii fiscale și sociale	9.000
Active de regularizare	1.000	-	1.000		
Cheltuieli înregistrate în avans	1.000	-	1.000		
TOTAL ACTIV	34.500	7.800	26.700	TOTAL PASIV	26.700

Scanned with OKEN Scanner

Contul de profit și pierdere

- mii lei -

Elemente de venituri și cheltuieli	Sume
VENITURI DIN EXPLOATARE	**34.200**
Vânzări de mărfuri	5.400
Producția vândută	16.800
Producția stocată	7.500
Producția imobilizată	-
Alte venituri din exploatare	1.000
Venituri din provizioane privind exploatarea	3.500
CHELTUIELI PENTRU EXPLOATARE	**33.192**
Costul mărfurilor vândute	4.000
Cheltuieli materiale	11.500
Lucrări și servicii executate de terți	3.200
Impozite și taxe	2.192
Cheltuieli cu personalul	7.300
Cheltuieli privind amortizările și provizioanele	5.000
REZULTATUL DIN EXPLOATARE	1.008
VENITURI FINANCIARE	350
CHELTUIELI FINANCIARE	200
REZULTATUL CURENT AL EXERCIȚIULUI	1.158
VENITURI EXCEPȚIONALE	19.500
CHELTUIELI EXCEPȚIONALE	18.400
REZULTATUL EXCEPȚIONAL AL EXERCIȚIULUI	1.100
IMPOZIT PE PROFIT	858
REZULTATUL EXERCIȚIULUI	1.400

Se precizează că atât în bilanțul contabil cât și în cadrul calculelor sumele vor fi exprimate în mii lei.

Scanned with OKEN Scanner

Analiza financiară a bilanțului și a contului de profit și pierdere se va face, în scopul exemplificării, doar pentru ultimul exercițiu financiar (19N). Se presupune că pe cei trei ani ai perioadei de referință specifică evaluării [19N, 19(N-1), 19(N-2)] se înregistrează o evoluție crescătoare a situației financiare și activității societății evaluate.

- Alte informații necesare stabilirii diagnosticului financiar:
  - societatea a încheiat un contract de leasing pentru o instalație a cărei valoare este estimată la 2.000, amortizarea sa pe 2 ani înregistrată la proprietar este de 800;
  - cheltuielile înregistrate în avans se consideră că sunt în afara exploatării;
  - impozitul conținut de sursele de impozit amânat la plată (aici provizioane reglementate) este de 38%;
  - provizioanele pentru riscuri se consideră că aparțin datoriilor pe termen lung;
  - o parte a creanțelor imobilizate în sumă de 50 este rambursabilă în cursul exercițiului următor;
  - dividendele care se vor distribui acționarilor în numele exercițiului financiar încheiat sunt 400;
  - o parte a datoriilor financiare pe termen lung în sumă de 100 este scadentă în cursul exercițiului următor;
  - cheltuielile excepționale privind activele cedate sunt de 10.200, iar veniturile excepționale privind activele cedate sunt de 11.150;
  - stocurile medii în cursul exercițiului analizat s-au calculat la 5.500;

Scanned with OKEN Scanner

- valoarea medie a creanțelor-clienți în cursul exercițiului este de 7.000;
- valoarea medie a datoriilor-furnizori în cursul exercițiului este de 5.200;
- nevoia de fond de rulment de exploatare a exercițiului financiar precedent 19(N-1) este de 3.100, iar nevoia de fond de rulment în afara exploatării, pentru același exercițiu este de 600 și reprezintă cheltuieli înregistrate în avans.

Scanned with OKEN Scanner

Analiza pe bază de bilanț

I. Construcția și interpretarea bilanțului funcțional

A. Construcția bilanțului funcțional

- mii lei -

Utilizări	Sume	Resurse	Sume
Utilizări stabile	**15.500**	**Resurse permanente (stabile)**	**20.500**
imobilizări brute din care:	15.500	**resurse proprii din care:**	**15.810**
imobilizări în leasing	4.000	amortizarea imobilizărilor aparținând societății	3.800
		amortizarea imobilizării în leasing	800
		provizioane reglementate nete de impozit	310
Utilizări de exploatare	**21.000**	provizioane pentru depreciere	4.000
stocuri (valori brute)	10.000	**resurse străine din care:**	**4.690**
creanțe-clienți (valori brute)	11.000	provizioane pentru riscuri	300
Utilizări în afara exploatării	**1.000**	datorii financiare privind imobilizarea în leasing	3.200
cheltuieli înregistrate în avans	1.000	impozit amânat la plată pentru provizioane reglementate	190
Trezorerie activă	**1.000**	**Resurse de exploatare**	**18.000**
disponibilități bănești	1.000	datorii-furnizori	9.000
		datorii fiscale și sociale	9.000
Total utilizări	**38.500**	**Total resurse**	**38.500**

Scanned with OKEN Scanner

B. Analiza bilanțului funcțional

» B1. Analiza orizontală

- Indicatorii specifici acestui tip de analiză se determină astfel:

$FR_{funcțional}$ = Resurse stabile - Utilizări stabile

$FR_{funcțional}$ = 20.500 - 15.500 = 5.000

NFR = (Utilizări de exploatare + Utilizări în afara exploatării) - - (Resurse de exploatare + Resurse în afara exploatării)

NFR = (21.000 + 1.000) - 18.000 = 4.000

T = Trezorerie activă - Trezorerie pasivă

T = 1.000 - 0 = 1.000

- Pentru aprecierea modului de realizare a echilibrului financiar al societății se scrie relația:

FR = NFR + T

5.000 = 4.000 + 1.000

¤ Se observă că fondul de rulment care reprezintă excedentul resurselor stabile asupra utilizărilor stabile acoperă nevoia de fond de rulment disponibilizând o trezorerie de 1.000. Se poate pune întrebarea dacă această trezorerie nu este o resursă nerentabilizată ?

- Pentru evidențierea riscului de faliment se scrie relația:

T = FR - NFR

1.000 = 5.000 - 4.000

Scanned with OKEN Scanner

¤ Se observă că fondul de rulment este mai mare decât nevoia de fond de rulment, caz în care situația financiară a societății poate fi apreciată drept bună.

» B2. Analiza verticală

Indicatorii specifici acestui tip de analiză se determină astfel:

- Indicatorii structurii utilizărilor (activelor)

» **raportul dintre activele fixe și total active:**

$$\frac{A_f}{TA}(\%) = 40\ \%$$

¤ Se apreciază că această valoare este mai mică în raport cu gradul de tehnologizare specific sectorului de activitate căruia îi aparține societatea, unde acest indicator se apropie de 50%.

» **raportul dintre activele circulante și total activ:**

$$\frac{A_C}{TA}(\%) = 60\ \%$$

¤ Valoarea indicatorului este destul de ridicată pentru sectorul de activitate al societății. Analiza activelor circulante trebuie adâncită prin calculul indicatorilor de rotație ai activelor circulante.

- Indicatorii structurii resurselor (pasivelor)

» **independența financiară:**

$$\frac{C_{pr}}{TP}(\%) = 41\ \%$$

Scanned with OKEN Scanner

¤ Norma bancară care dă valoarea de 50% acestui indicator nu este îndeplinită. Nu se poate însă aprecia o insolvabilitate patrimonială fără a calcula rentabilitatea economică a societății.

» **contribuția creditelor la formarea resurselor totale:**

$$\frac{C_r}{TP}(\%) = 12\ \%$$

Valoarea acestui indicator este favorabilă societății.

¤ Interpretând în corelație acești doi indicatori se poate concluziona că societatea dispune de o structură financiară satisfăcătoare.

» **participarea acționarilor la acoperirea activelor:**

$$\frac{C_{social}}{C_{pr}}(\%) = 31\ \%$$

¤ Se observă că doar o treime din totalul resurselor proprii este de natură externă, provenită de la acționari. Pentru momentul actual, această situație este acceptabilă, dar având în vedere necesitatea achiziției de noi imobilizări, resursa proprie este insuficientă. În condițiile ratei mari a dobânzii la credite se poate pune în discuție posibilitatea finanțării acestor imobilizări.

» **rata de îndatorare:**

$$\frac{\text{Datorii financiare (Resurse permanente străine + Trezorerie pasivă)}}{\text{Capitaluri proprii (Resurse permanente proprii)}}(\%) = 30\ \%$$

¤ Valoarea indicatorului este mai mică de 100%, ceea ce conduce la un grad de îndatorare bun. Dar lipsa înda-

Scanned with OKEN Scanner

torării poate fi cauza subtehnologizării cu consecințe asupra producției societății.

» Aceeași apreciere este ilustrată prin calculul indicatorului **gradul de îndatorare la termen:**

$$\frac{\text{Datorii financiare pe termen mediu și lung (Resurse permanente străine)}}{\text{Capitaluri proprii (Resurse permanente proprii)}}(\%) = 30\ \%$$

¤ Indicatorul are o valoare nesatisfăcătoare, având în vedere că se presupune că pentru o valoare a sa de 100% capacitatea de îndatorare la termen este saturată.

» B3. Analiza prin indicatori combinați

Indicatorii specifici acestui tip de analiză se determină astfel:

- Indicatorii de rentabilitate

» **rentabilitatea capitalurilor proprii:**

$$\frac{CAF}{C_{pr}}(\%) = 18\ \%$$

unde:

CAF = Rezultatul exercițiului ± Cheltuieli și venituri cu amortizările și provizioanele.

CAF = 2.900

¤ Se observă că societatea are capacitatea de a-și finanța prin resurse 1/5 din nevoile financiare apărute în cursul exercițiului.

Scanned with OKEN Scanner

» **rentabilitatea investițiilor:**

$$\frac{\text{CAF}}{\text{Imobilizări de exploatare (Utilizări stabile de natură corporală)}}(\%) = \frac{2.900}{7.500} = 39\ \%$$

¤ Conform normelor, contribuția imobilizărilor de exploatare la creșterea resurselor de finanțare internă este satisfăcătoare. Dar aceasta se poate explica prin valoarea mică a imobilizărilor și nu neapărat prin eficiența lor. De aceea, aprecierea acestui indicator trebuie completată prin calculul indicatorului:

» **rata rentabilității după activele patrimoniale:**

$$\frac{\text{Rezultatul exercițiului}}{\text{Total active (Total utilizări)}}(\%) = 3{,}6\ \%$$

¤ Valoarea acestui indicator este nesatisfăcătoare.

- Indicatorii echilibrului financiar

» **gradul de acoperire a capitalurilor investite:**

$$\frac{\text{Resurse stabile}}{\text{Capitaluri investite}}(\%) = 138\ \%$$

unde:

Capitaluri investite = Utilizări stabile de exploatare (necorporale și corporale) + $NFR_{de\ exploatare}$

$NFR_{de\ exploatare}$ = Utilizări de exploatare - Resurse de exploatare

$NFR_{de\ exploatare} = 3.858$

FINTINARU · NECULAI ·

Scanned with OKEN Scanner

¤ Observație: Pentru calculul NFR de exploatare se elimină din rândul resurselor impozitul pe profit considerat în afara exploatării.

Conform normelor, care indică o valoare de 100% pentru societatea analizată, gradul de acoperire a capitalurilor investite este bun. Dar această situație semnifică că în anumite perioade ale exercițiului financiar o parte a resurselor stabile a fost neutilizată, având în vedere că NFR a fluctuat în această perioadă, neatingând în toate subperioadele nivelul său cel mai ridicat.

» **gradul de acoperire internă a capitalurilor investite:**

$$\frac{\text{CAF}}{\text{Capitaluri investite}}(\%) = 20\ \%$$

¤ Valoarea indicatorului este satisfăcătoare.

» **gradul de acoperire a nevoii de fond de rulment din fondul de rulment:**

$$\frac{\text{NFR}}{\text{FR}}(\%) = 80\ \%$$

¤ Valoarea indicatorului este acceptabilă, dar se pune întrebarea dacă nu s-ar fi putut utiliza pentru acoperirea nevoii de fond de rulment credite pe termen scurt (trezorerie pasivă) în locul resurselor stabile. De asemenea, fondul de rulment destul de mare poate reflecta un nivel nesatisfăcător de exploatare al imobilizărilor.

- Indicatorii solvabilității și lichidității

» **solvabilitate generală:**

Scanned with OKEN Scanner

$$\frac{\text{Total activ (utilizări)}}{\text{Capitaluri (resurse) străine}} = 1,7$$

unde:

Resurse străine = Resurse permanente străine + Resurse de exploatare.

Resurse străine = 22.690

¤ Valoarea indicatorului este satisfăcătoare.

» **lichiditate generală:**

$$\frac{\text{Active circulante}}{\text{Datorii totale}} = 1,1$$

unde:

Active circulante = Utilizări din exploatare + Utilizări în afara exploatării + Trezorerie activă

Datorii totale = Resurse permanente străine + Resurse de exploatare + Resurse în afara exploatării + +Trezorerie pasivă

¤ Valoarea indicatorului poate fi considerată bună.

» **lichiditate relativă:**

$$\frac{\text{Active circulante}}{\text{Datorii circulante}} = 1,28$$

unde:

Datorii circulante = Resurse de exploatare + Resurse în afara exploatării + Trezorerie pasivă

¤ Valoarea indicatorului este puțin sub normele care consideră că raportul trebuie să fie de 1,8 sau 2 la 1.

Scanned with OKEN Scanner

» **lichiditate restrânsă:**

$$\frac{\text{Creanțe} + \text{Disponibilități bănești} + \text{Titluri de plasament}}{\text{Datorii circulante}} = 0,72$$

¤ Conform normelor valoarea indicatorului este relativ bună.

» **lichiditate imediată:**

$$\frac{\text{Disponibilități bănești} + \text{Titluri de plasament}}{\text{Datorii circulante}} = 0,06$$

¤ Ținând seama de norme, care indică o valoare apropiată de 1, valoarea astfel calculată indică dificultăți de plată.

- Indicatorii rotației elementelor componente ale nevoii de fond de rulment

» **indicatorul global al nevoii de fond de rulment:**

$$\frac{NFR}{CA \cdot 1,18} = 0,15$$

¤ În raport cu celelalte întreprinderi ale sectorului, valoarea indicatorului este destul de bună, dar aceasta se datorează unei cifre de afaceri mai mici decât valoarea medie din sector.

Scanned with OKEN Scanner

» **rotația stocurilor:**

În lipsa informațiilor privind detalierea analitică a stocurilor, indicatorul se calculează pentru total stocuri, astfel:

$$\frac{\text{Stocul mediu al exercițiului}}{\text{CA}} \times 360 \text{ zile} = 89 \text{ zile}$$

unde:

stocul mediu al exercițiului s-a calculat la valoarea de 5500.

¤ Observație: datorită caracterului său sintetic, indicatorul cuprinde elemente exprimate în mărimi diferite: costuri de achiziție sau de producție, respectiv preț de vânzare.

¤ Valoarea indicatorului este apropiată de cea a sectorului.

» **rotația creditului clienți:**

$$\frac{\text{Creanțe clienți medii}}{\text{CA x 1,18}} \times 360 \text{ zile} = 96 \text{ zile}$$

¤ Durata creditului comercial acordat clienților este mare în raport cu cea a sectorului.

» **rotația creditului furnizori:**

$$\frac{\text{Datorii furnizori medii}}{(\text{Cumpărări} + \text{Servicii exterioare}) \times 1,18} = 85 \text{ zile}$$

¤ Durata creditului comercial primit din partea furnizorilor este mai mare decât media sectorului care reprezintă 70 zile.

Scanned with OKEN Scanner

II Construcția și interpretarea bilanțului financiar

A. Construcția bilanțului financiar

- mii lei -

Active	Sume	Pasive		Sume
Active mai mari de 1 an	7.950	Pasive mai mari de 1 an		11.310
imobilizări corporale (valori brute)	7.500	capitaluri proprii corectate astfel:	7400	10.110
		- dividende de plată	400	
		- contrapartida activelor eliminate	4.500	
		- impozit latent conținut de provizioane reglementate	190	
		+ amortizări	3.800	
		+ provizioane pentru depreciere	4.000	
		provizioane pentru riscuri		300
imobilizări financiare cu scadență mai mare de 1 an	450	datorii financiare pe termen lung cu scadență mai mare de 1 an		900
Active mai mici de 1 an	22.050	Pasive mai mici de 1 an		18.690
stocuri (valori brute)	10.000	datorii furnizori		9.000
creanțe clienți (valori brute)	11.000	datorii fiscale și sociale		9.000
disponibilități bănești	1.000	dividende de plată		400
imobilizări financiare cu scadență mai mică de 1 an	50	impozit latent conținut de provizioane reglementate		190
		datorii financiare pe termen lung cu scadență mai mică de 1 an		100
Total activ	**30.000**	**Total pasiv**		**30.000**

Scanned with OKEN Scanner

B. Interpretarea bilanțului financiar

» Aprecierea solvabilității

Activ net contabil (ANC) = Total activ - Total datorii

unde:

Total datorii = Provizioane pentru riscuri + Datorii financiare cu scadență mai mare de 1 an + Pasive mai mici de 1 an

ANC = 30.000 - (300+900+18.690) = 10.110

- Valoarea indicatorului poate fi apreciată satisfăcătoare atât pentru proprietarii cât și pentru creditorii societății.
- Ceilalți indicatori prezentați pentru aprecierea solvabilității - activul net corectat și activul net reevaluat - nu se calculează aici. De asemenea, indicatorii specifici Planului contabil francez nu se mai calculează, având în vedere că valorile lor ar conduce la aceeași interpretare ca și cea a ANC.

» Aprecierea lichidității

$$FR_{financiar} = Pasive_{>1an} - Active_{>1an} =$$
$$= Active_{<1an} - Pasive_{<1an}$$

$FR_{financiar}$ = 3.360

- Se observă că indicatorul specific bilanțului financiar este pozitiv.
- Aprecierea sa pertinentă se face însă prin comparație cu întreprinderile aparținând sectorului său de activitate, ai căror indicatori au o valoare apropiată de cea a societății analizate.

Scanned with OKEN Scanner

III Construcția și interpretarea bilanțului ansamblului resurselor (modelul B).

A. Construcția bilanțului ansamblului resurselor

- mii lei -

Portofoliu de active	Sume	Portofoliu de pasive	Sume
Utilizări industriale și comerciale	15.000	Resurse de origine proprie	15.200
imobilizări brute	11.000	resurse proprii externe	5.000
nevoie de fond de rulment	4.000	resurse proprii interne (inclusiv amortizări și provizioane)	10.200
Utilizări financiare	1.500	Ansamblul datoriilor financiare	1.300
imobilizări financiare	500	datorii pe termen lung (inclusiv provizioane pentru riscuri)	1.300
disponibilități bănești și titluri de plasament	1.000	datorii pe termen scurt	-
Total utilizări	**16.500**	**Total resurse**	**16.500**

B. Interpretarea bilanțului ansamblului resurselor

În acest scop se calculează următorii indicatori de structură:

$$\frac{\text{Utilizări industriale și comerciale}}{\text{Utilizări financiare}}\ (\%) = 1.000\ \%\ \ (1‰)$$

¤ Se observă ponderea covârșitoare a utilizărilor industriale și comerciale ceea ce arată că societatea a optat pentru o creștere internă, fie datorită lipsei excedentului de lichidități pentru investiții financiare, fie pentru că a preferat să-și asume un risc economic decât un risc financiar.

Scanned with OKEN Scanner

La aceeași concluzie se ajunge calculând indicatorul următor:

$$\frac{\text{Utilizări financiare}}{\text{Total utilizări}}\ (\%) = 9\ \%$$

$$\frac{\text{Utilizări financiare pe termen scurt}}{\text{Total utilizări}}\ (\%) = 6\ \%$$

- Se observă că societatea are o pondere mai mare a utilizărilor financiare pe termen scurt.

$$\frac{\text{Resurse proprii}}{\text{Datorii financiare}}\ (\%) = 1.169\ \%\ \ (1‰)$$

- Așa cum reiese și din analiza celorlalte bilanțuri ale analizei financiare, resursele proprii au o pondere foarte mare în comparație cu cele străine, care sunt alcătuite doar din datorii pe termen mediu.

Scanned with OKEN Scanner

Analiza contului de profit și pierdere

A. Indicatorii de activitate și ai rezultatului sunt reuniți în **Tabloul soldurilor intermediare de gestiune (TSIG)** astfel:

- mii lei -

Indicatori		Valori
Indicatori de activitate		
	Marja comercială	1.400
	Producția exercițiului	24.300
	Valoarea adăugată	11.000
Indicatorii rezultatului		
	Excedentul brut de exploatare	1.508
	Rezultatul exploatării	1.008
	Rezultatul curent brut	1.158
	Rezultatul excepțional	1.100

Indicatorii incluși în Tabloul soldurilor intermediare de gestiune pot fi interpretați în dinamică, pe o perioadă de referință de trei ani sau prin comparație cu media sectorului de activitate.

În ceea ce privește societatea analizată se presupune că, pe perioada de referință, indicatorii respectivi au avut o evoluție crescătoare, dar se situează sub media sectorului. În plus se remarcă faptul că o bună parte a rezultatului exercițiului provine din activități excepționale, ceea ce pune în discuție recurența acestui rezultat în perioadele următoare de gestiune (orizontul de prognoză utilizat în evaluare).

Scanned with OKEN Scanner

B. Indicatorii fluxurilor monetare

» Excedentul de trezorerie de exploatare

$$ETE = EBE - \Delta NFR_{exploatare}$$

Pentru exercițiul financiar analizat (19N), variația nevoii de fond de rulment de exploatare se determină astfel:

$$\Delta NFR_{exploatare} = NFR_{expl\,19N} - NFR_{expl\,19(N-1)}$$

$NFR_{expl\ 19N} = 3858$

$NFR_{expl\ 19(N-1)} = 758$

$ETE = 750$

FINTINARU · NECULAI ·

» Excedentul de trezorerie globală

$$ETG = ETE - \Delta NFR_{\text{în afara exploatării}}\ (*)$$

(*) cu excepția elementelor legate de dobânzi, impozit pe profit și cesiunea de imobilizări)

$$\Delta NFR_{\text{în afara exploatării}} = NFR_{\text{în afara expl. corectat 19N}} - NFR_{\text{în afara expl. corectat 19(N-1)}}$$

$NFR_{19N} = 142 + 858 = 1.000$

$NFR_{19(N-1)} = 600$

$ETG = 350$

¤ Valorile celor doi indicatori ai fluxurilor monetare indică dificultăți potențiale de trezorerie.

Scanned with OKEN Scanner

C. Indicatorii combinați obținuți pe baza datelor contului de profit și pierdere

» Profitabilitatea economică

$$P_{E_{brută}} = \frac{EBE}{CA} \times 100 ; \qquad P_{E_{brută}} = 7\ \%$$

$$P_{E_{netă}} = \frac{RE}{CA} \times 100 ; \qquad P_{E_{netă}} = 4{,}5\ \%$$

¤ Valorile indicatorilor reflectă o profitabilitate a activității industriale și comerciale a societății mai mică decât media sectorului care este de 15%.

» Rentabilitatea economică

$$R_{E_{brută}} = \frac{EBE}{CI} (\%)$$

$$\mathbf{CI = Imobilizări_{exploatare} - NFR_{exploatare}}$$

CI = 14.858

$R_{Ebrută}$ = 10 %

$$R_{E_{netă}} = \frac{RE}{CI} (\%)$$

$R_{Enetă}$ = 4,5 %

¤ Eficiența societății în utilizarea resurselor sale este mai mică decât media sectorului.

» Profitabilitatea financiară

$$P_F = \frac{RC}{CA} (\%)$$

$P_F = 5\ \%$

¤ Se observă că societatea are capacitatea de a degaja un rezultat recurent de 5% din volumul său de afaceri, care este apropiat de media sectorului.

» Rentabilitatea financiară

$$R_F = \frac{RC}{C_p} (\%)$$

$R_F = 16\ \%$

¤ Eficiența societății în utilizarea resurselor aduse de acționari este satisfăcătoare, fiind apropiată de rata dobânzii (deflatate) pe piață.

» Efectul de levier financiar

Pentru determinarea efectului de levier financiar care poate fi negativ sau pozitiv influențând, alături de alți factori, rentabilitatea financiară a societății se utilizează relația:

$$(R_{E_{netă}} - i) \frac{D}{C_p}$$

unde:

REnetă = 7%

D = 1.000

Cp = 7.400

Scanned with OKEN Scanner

$$i = \frac{\text{Cheltuieli financiare}}{\text{Datorii financiare}}; \qquad i = \frac{200}{1.000} = 0,2$$

Introducând valorile respective în expresia enunțată se obține:

$$(0,7 - 0,2) \times \frac{1.000}{7.400} = 0,0676 = +6,77\ \%$$

- Se observă că rentabilitatea economică a societății suportă costul datoriilor financiare, aspect care are influențe pozitive asupra rentabilității sale financiare. Acesta se datorează nu atât ratei mari a rentabilității economice, cât volumului și costului redus al datoriilor financiare.

În urma analizei bilanțului și contului de profit și pierdere se pot stabili concluziile diagnosticului financiar. Punctele slabe ale funcției financiare a societății analizate, relevate de diagnostic vor servi determinării mărimii riscului financiar specific. Acesta este stabilit la 0,15 pe o scară de la 0 la 2.

Printre punctele slabe care au condus la această estimare se pot aminti:

- o trezorerie deficitară care poate constitui un risc de neplată;
- un volum al imobilizărilor de exploatare inadecvat sectorului de activitate al societății și un grad de uzură ridicat relevat și de rezultatul obținut din cesiunea de active;
- o profitabilitate și o rentabilitate economică sub media sectorului;
- ponderea ridicată a rezultatului excepțional în totalul rezultatului exercițiului, aspect care nu constituie o garanție a recurenței acestuia;
- durate mari de rotație a elementelor nevoii de fond de rulment în raport cu cifra de afaceri.

Scanned with OKEN Scanner

Scanned with OKEN Scanner

CAPITOLUL 5

METODE DE EVALUARE PATRIMONIALE

Sistemul de valori utilizat în evaluare

În ceea ce privește valoarea unei întreprinderi s-au conturat de-a lungul timpurilor două teorii.

Prima consideră că valoarea întreprinderii este dată de suma valorilor elementelor sale componente: mijloace fixe, terenuri, titluri de valoare, stocuri, lichidități. Ele reprezintă individualități care pot fi înstrăinate sau vândute separat. Această teorie este aplicată în cadrul metodelor de evaluare patrimoniale care utilizează valori patrimoniale sau matematice.

Cea de a doua teorie consideră că întreprinderea nu are valoare decât dacă activele de care dispune produc un rezultat. Valoarea intrinsecă a componentelor întreprinderii este neglijată, contând doar fluxurile de lichidități viitoare obținute, în anumite condiții, în urma folosirii acestora. A doua teorie a determinat elaborarea unor metode de evaluare a întreprinderii numite metode bazate pe rentabilitate, care lucrează cu valori de rentabilitate sau de randament.

5.1. Valorile patrimoniale

Optica patrimonială de evaluare se bazează pe ipoteza încetării activității întreprinderii, care urmează să fie dezmembrată sau lichidată. Pentru a cunoaște componența patrimoniului întreprinderii și valorile la care aceasta a dobândit patrimoniul de care dispune, se utilizează datele contabilității. Aceasta, conform principiilor, procedeelor și instrumentelor sale reflectă activele și pasivele unei întreprinderi de la crearea sa și până la încetarea activității. Datele contabilității sunt centralizate și sintetizate cu ajutorul bilanțului contabil.

În vederea aplicării metodelor de evaluare patrimoniale bilanțul contabil este în general reprelucrat pentru a se elimina influența unor factori care distorsionează valoarea economică actuală a întreprinderii. Printre acești factori se pot enumera: principii contabile care nu permit reflectarea valorii actuale a elementelor patrimoniului, privilegierea aspectului juridic al unor operații în defavoarea aspectului economic, măsuri administrative legate de evaluarea unor active sau de aspecte fiscale și care obligă la înregistrări în disonanță cu situația particulară a întreprinderii etc.

Valorile folosite în evaluarea de tip patrimonial se clasifică după modul de prelucrare a bilanțului contabil în:

a) Valori patrimoniale determinate pe baza activului și pasivului bilanțier, numite valori matematice:

- activ net contabil (ANC);
- activ net contabil corectat (ANCC);
- valoare de lichidare sau valoarea lichidativă (VL).

Scanned with OKEN Scanner

Valorile matematice corespund opticii vânzatorului întreprinderii care consideră că aceasta își încheie activitatea și îl interesează prețuri de vânzare posibile.

b) Valori patrimoniale determinate, în principal, pe baza activelor utilizate în exploatarea întreprinderii, numite valori funcționale:

- activul brut contabil (ABC);
- valoarea substanțială (VS);
- capitalurile permanente necesare exploatării (CPNE).

Valorile funcționale corespund opticii cumpărătorului care urmărește reconstituirea întreprinderii ca entitate sau cel puțin cumpărarea unor active ale acesteia care i-ar permite continuarea activității.

5.2. Metode de evaluare bazate pe valori matematice

Activul net contabil (ANC)

Acesta mai este denumit valoare matematică contabilă, valoare contabilă netă sau patrimoniu net contabil.

Activul net contabil se determină ca diferență între totalul activelor și totalul datoriilor sau resursele străine utilizate în întreprindere. Rezultatul acestei diferențe îl constituie capitalurile proprii care reflectă adevărata valoare a patrimoniului său.

Activ net contabil = Total active - Total datorii

Scanned with OKEN Scanner

Uneori din capitalurile proprii se scad dividendele care se vor distribui acționarilor în numele exercițiului financiar încheiat. În acest fel activul net cuprinde doar acele capitaluri proprii care rămân la dispoziția întreprinderii.

$$\text{Activ net contabil} = \text{Total active} - \left(\text{Total datorii} + \text{Dividende de plată}\right)$$

Activul net contabil este utilizat în evaluare doar în condiții de stabilitate economică, pentru că utilizează valori istorice care își pierd semnificația în cazul unei economii de tip inflaționist.

Exemplu pentru societatea GENEVAL

A. Calculul activului net contabil (ANC):

» înainte de distribuirea dividendelor:

$$ANC = TA - TD$$

unde:

TA - total activ;
TD - total datorii.

$$ANC = 26.700 - (300+1.000+9.000+9.000) = 7.400$$

sau

$$ANC = \sum C_p$$

unde:

C_p - capitaluri proprii.

Scanned with OKEN Scanner

ANC = 5.000 + 500 + 1.400 + 500 = 7.400

»după distribuirea dividendelor:

$$ANC = TA - TD - D$$

unde:

D - dividende de plată.

ANC = 26.700 - (300+1.000+9.000+9.000) - 400 = 7.000

sau

$$ANC = \sum C_p - D$$

ANC = (5.000+500+1.400+500) - 400 = 7.000

Activul net contabil corectat (ANCC)

Acesta mai este denumit valoare matematică intrinsecă. Este calculat pornind de la activul net contabil care este corectat datorită incidenței unor factori printre care se pot enumera: deprecierea monetară, fluctuația raportului de schimb leu-dolar, evoluția prețurilor, utilitatea activelor întreprinderii, amortizarea fiscală și alte măsuri administrative impuse înregistrărilor în contabilitate, elemente ale activului bilanțului care sunt de fapt nonvalori. Principalele modificări aduse activului net contabil se referă la activele patrimoniale, datoriile fiind foarte puțin sau deloc retratate.

Etapele de determinare a activului net contabil corectat sunt următoarele:

A. Se diferențiază elementele necesare exploatării de cele care nu sunt necesare exploatării, putând fi vândute fără a afecta activitatea întreprinderii.

Scanned with OKEN Scanner

Elementele în afara exploatării pot fi: terenuri, clădiri, utilaje, titluri de plasament care nu se pot vinde, stocuri greu vandabile.

Aceste elemente vor fi evaluate separat și vor fi estimate la valoarea venală netă, care se calculează astfel:

Valoarea netă = **Preț de vânzare** - **Cheltuieli accesorii de vânzare** + **Impozit pe plusvaloarea obținută din vânzare**

B. Se corectează activele de exploatare.

Corecțiile activelor urmăresc determinarea valorii lor de utilitate (folosință).

Valoarea de utilitate reprezintă prețul care ar trebui plătit pentru a achiziționa, la momentul respectiv, un element susceptibil de aceleași condiții de folosință, în aceleași condiții de muncă, având aceeași durată prezumată de utilitate reziduală, aceleași performanțe și aceeași destinație de folosire [35].

Valoarea de utilitate mai poate fi definită drept valoarea care corespunde unei utilizări rezonabile și legale a unei proprietăți, care este fizic posibilă, normal realizabilă, financiar fezabilă și din care să rezulte cea mai mare valoare posibilă. Din definiție se desprind cele patru criterii care definesc cea mai potrivită utilizare a unei proprietăți date și anume: posibilitate fizică, permisivitate legală, fezabilitate financiară și profitabilitate maximă [41].

Scanned with OKEN Scanner

Utilitatea fizic posibilă a unui bun este determinată de mărime, formă, localizare și existența utilităților.

Utilitatea legală este condiționată uneori de reglementări zonale sau de mediu ori alte restricții.

Utilitatea financiară fezabilă reprezintă orice utilizare care se presupune că va produce un rezultat pozitiv.

Utilitatea productivă maximă poate fi obținută fie în actualele condiții de exploatare, fie prin îmbunătățirea lor.

Corecțiile activelor se diferențiază după natura lor astfel:

a) active necorporale, care se referă la [7]:

- cheltuielile de constituire care sunt considerate nonvalori și se elimină;
- cheltuielile de cercetare-dezvoltare, în cadrul cărora:
  - ♦ sunt considerate nonvalori cheltuielile care se referă la produsele existente sau la studiile care doar mențin potențialul actual al întreprinderii;
  - ♦ celelalte cheltuieli de cercetare-dezvoltare se iau în considerare la calculul activului net contabil corectat.
- alte elemente ale activelor necorporale (fond comercial, brevete, mărci):
  - ♦ dacă nu se pot evalua separat de celelalte active ale întreprinderii, se elimină din calculul activului net contabil corectat și se calculează în mod global, prin metoda goodwill-ului. Goodwill-ul se va adăuga la valoarea activului net contabil corectat obținându-se valoarea globală a întreprinderii.

Scanned with OKEN Scanner

- în caz contrar:
  - fie se includ în activul net contabil corectat la valoarea de vânzare (mai puțin impozitul pe plusvaloare);
  - fie se exclud, dacă se dorește o evaluare fără elemente intangibile.

b) active corporale care se referă la:

- terenuri, care pot fi [7]:
  - fără construcții: valoarea lor depinde de mai mulți factori (localizare, raportul dintre cerere și ofertă, facilități urbanistice, risc de expropriere, posibilități de construcție) și se determină de către cabinete specializate sau prin anchete efectuate la agenți imobiliari, notari, primari;
  - cu construcții: valoarea lor se poate stabili prin două metode:
    - Prima metodă pornește de la prețul pe m^2 al terenului neconstruit căruia i se aplică o diminuare de aproximativ 30% pentru a se obține prețul pe m^2 al terenului construit.
    - A doua metodă constă în aplicarea unui procent de aproximativ 20-30% din valoarea imobilizărilor de pe teren (abatere forfetară).

- clădiri.
  - Valoarea lor de utilitate depinde de: modul de construcție, adaptarea clădirii la activitățile ce au loc în incinta ei, vechimea. În evaluare se va utiliza valoarea venală pentru acele clădiri pentru care există o piață a unor imobile asemănătoare și care se stabilește de către un cabinet de expertiză sau prin cunoașterea prețurilor pieții.
    În cazul în care nu există o piață specializată, valoarea de utilitate se poate determina în trei moduri:

Scanned with OKEN Scanner

- metoda bazată pe valoarea de reconstrucție sau costul de înlocuire: se pornește de la costul de construcție nouă pe m^2 care este multiplicat cu numărul de m^2 ai construcției vechi care se evaluează și este decotat (depreciat) pentru a reflecta adecvarea funcțională, starea și viabilitatea sa economică. Decotarea se face prin aplicarea unui coeficient de adecvare funcțională și a unui coeficient de vechime.

Exemplu:

Fie o construcție veche de 1.000 m^2, care are 10 ani vechime. Dacă s-ar construi o clădire nouă costul pe m^2 ar fi de 2.000 mii lei și ar permite o mai bună adaptare la necesități.

Valoarea de utilitate a clădirii vechi = Numărul de m^2 x Costul pe m^2 al noii clădiri x Coeficient de adecvare funcțională x Coeficient de vechime

Valoarea de utilitate a clădirii vechi =
= 1.000 x 2.000 x 50% x 50% = 500.000 mii lei.

- metoda bazată pe valoarea de achiziție: se pornește de la prețul de achiziție al clădirii la care se adaugă costurile istorice ale unor investiții și amenajări efectuate de-a lungul anilor la investiția inițială pentru a răspunde nevoilor care au apărut, corectate cu un coeficient de reevaluare (pentru actualizarea costurilor istorice), cu un coeficient de adaptare la necesități și cu un coeficient de vechime (care corespunde valorii de 100% din care se scade amortismentul tehnic) [7].

Scanned with OKEN Scanner

Exemplu:

Fie o investiție inițială care în 1990 a fost de 5.000 mii lei. În 1992 s-a făcut o amenajare specifică pentru care s-au cheltuit 2.000 mii lei, iar în 1993 o alta de 1.000 mii lei.

Valoare de utilitate	Investiții	Coeficient de reevaluare	Coeficient de adaptare	Coeficient de vechime
7.500	5.000	3	50%	-
900	2.000	2,5	60%	30%
420	1.000	2	60%	35%
8.820				

Valoarea de utilitate = Investiții x Coeficient de reevaluare x Coeficient de adaptare x Coeficient de vechime

Valoarea de utilitate =
= (5.000 x 3 x 50%) + (2.000 x 2,5 x 60% x 30%) +
(1.000 x 2 x 60% x 35%) =
= 8820

- metoda bazată pe rezultat, prin care se analizează capacitatea activului de a genera rezultat (sau alte beneficii monetare) și convertește această capacitate într-o indicație privind valoarea de piață a acestuia. Metoda constă în actualizarea rezultatului net așteptat de la activ pe o perioadă finită sau infinită de timp.

Scanned with OKEN Scanner

- Utilaje, în cadrul cărora se diferențiază:
  - ♦ utilaje pentru care există o piață de ocazie: valoarea lor se preia de pe piață și eventual se corectează cu condițiile de lucru (1, 2, 3 schimburi) și modul de întreținere (preventivă sau când este cazul);
  - ♦ utilaje necotate, pentru care există două metode:
    - ♦ Prima metodă pornește de la valoarea unui bun nou similar, după care se procedează:
      - fie aceasta se corectează cu un coeficient care ține cont de durata de viață rămasă care, la rândul ei, se judecă în funcție de gradul de utilizare și gradul lui de întreținere;
      - fie aplicând următoarea formulă:

$$V = \text{valoarea netă contabilă} \cdot \frac{\text{valoarea unui bun similar nou}}{\text{valoarea brută contabilă}}$$

¤ Această procedură se aplică dacă amortizarea contabilă este aproximativ egală cu amortizarea tehnică.

- ♦ A doua metodă pornește de la costul de achiziție la care se adaugă investițiile ulterioare corectate cu un coeficient de reevaluare (în vederea actualizării costurilor istorice) și cu un coeficient de vechime.

- imobilizări corporale luate în leasing

Acestea se introduc în rândul activelor aparținând întreprinderii fiind evaluate la fel ca acestea din urmă. Dacă se ia în considerare și amortizarea aferentă, imobilizările vor fi reflectate la valoarea lor netă. În acest caz, amortizarea se deduce din redevența datorată anual (lunar) și se trece la cheltuielile de exploatare. Diferența dintre redevența datorată anual (lunar) și amortizarea astfel înregistrată se consideră cheltuială fi-

Scanned with OKEN Scanner

nanciară (cheltuială cu dobânzile). Contrapartida imobilizărilor introduse în activul întreprinderii o reprezintă o datorie pe termen lung egală cu valoarea brută sau netă a imobilizărilor, după caz.

c) active financiare, care se compun din:

- împrumuturi pe termen mai mare de un an: în general se păstrează la valoarea lor contabilă, dar dacă rata dobânzii este foarte mică atunci vor fi actualizate la o rată egală cu diferența dintre rata normală a pieții și rata practicată.

Împrumuturile legate de participații se evaluează alături de titlurile de participare cumpărate la aceleași filiale.

- titluri de participare, pentru care există două cazuri:
  - dacă participația este importantă, filialele vor fi considerate ca aparținând ansamblului economic al întreprinderii mamă, nefiind necesară o evaluare suplimentară a titlurilor de participare în cauză;
  - dacă participația este minoritară, aceste titluri vor fi considerate în afara exploatării și evaluate distinct astfel:
    - dacă filialele sunt cotate la bursă, se folosește valoarea bursieră a zilei;
    - dacă filialele nu sunt cotate, participațiile se evaluează fie pornind de la valoarea de capitalizare a dividendelor sau a profitului net, fie de la o valoare plauzibilă de negociere și vânzare către un investitor potențial;
    - dacă filialele sunt în pierdere, se aplică metoda corespunzătoare întreprinderilor în dificultate (obținându-se o valoare nulă sau chiar negativă).

Scanned with OKEN Scanner

d) activul circulant, care este alcătuit din:

- stocuri, pentru care trebuie să se facă în prealabil un inventar fizic și să se calculeze indicatorii de rotație insistându-se asupra celor cu rotație slabă sau zero.

Pentru evaluarea lor se procedează astfel:

- ♦ materii prime: la cursul zilei (sau o medie a perioadei) ori la costul de cumpărare mediu ponderat;
- ♦ produse finite:
  - ♦ produse finite destinate vânzării : la prețul de vânzare diminuat cu cheltuielile accesorii de vânzare (transport, ambalare, comisioane);
  - ♦ produse finite în stoc: la costul de producție;
  - ♦ se calculează eventual provizioane ținând cont de riscurile în curs.
- ♦ producție în curs: se evaluează la fel ca și produsele finite, dar ținând cont de gradul de finisare;
- ♦ lucrări în curs:
  - ♦ pentru lucrările pe bază de comandă (deviz) se utilizează valoarea din deviz, care se corectează cu gradul de înaintare a lucrării;
  - ♦ se constituie provizioane dacă este cazul.

- clienți:
  - ♦ se verifică și eventual se corectează provizioanele constituite;
  - ♦ se ține seama de riscurile probabile legate de efectele comerciale scontate nescadente care se reintroduc în activ; contrapartida acestora o constituie o datorie pe termen scurt.

- alte active circulante: se constituie eventual provizioane.

Scanned with OKEN Scanner

C. Se corectează elementele de pasiv, după cum urmează:

a) provizioane pentru riscuri și cheltuieli:

se pot constitui în momentul evaluării dacă există procese în curs sau previzibile sau se anulează provizioanele constituite deja și considerate nejustificate.

b) alte elemente de pasiv [7]:

rămân evaluate la valorile contabile cu o singură excepție: creditele pe termen lung cu dobândă preferențială, care trebuie decotate prin actualizarea la o dobândă egală cu diferența dintre dobânda pieții și dobânda practicată (cazul întreprinderilor care beneficiază de un moratoriu, concordat; atunci când un cont curent al societății mamă la filiale este transformat în împrumuturi cu rate preferențiale cu ocazia unei cesiuni).

c) impozite latente, care se concretizează în:

- impozit datorat pentru plusvaloarea care s-ar obține din vânzarea activelor de exploatare;
- impozit latent conținut de unele componente ale capitalurilor proprii: subvenții pentru investiții și provizioane reglementate.

În ambele cazuri impozitele latente calculate vor majora datoriile întreprinderii evaluate.

Scanned with OKEN Scanner

În urma parcurgerii acestor trei etape (A, B, C) se poate calcula activul net contabil corectat (ANCC) astfel:

$$ANCC = ACTIV_{corectat} - DATORII_{corectate}$$

Exemplu pentru societatea GENEVAL

Alte informații necesare calculului activului net contabil corectat (ANCC):

- se constată că o instalație a societății cu o valoare netă contabilă de 500 nu este utilizată în exploatare;
- în legătură cu cheltuielile de cercetare-dezvoltare se apreciază că vor contribui la dezvoltarea viitoare a societății;
- valoarea venală a fondului comercial în cazul vânzării ar fi de 3.000;
- plusvaloarea care s-ar obține pentru construcții în cazul vânzării lor este de 500;
- instalațiile se pot vinde la un preț de 2.100;
- o parte a titlurilor de participare deținute, în valoare de 300 sunt achiziționate de la o filială a societății care este în curs de lichidare;
- valoarea actuală a stocurilor este de 8.000;
- se constată iminența unui litigiu cu un client pentru o creanță în valoare de 2.000 pentru care se constituie un provizion;
- impozitul care se va calcula pentru plusvalorile potențiale este de 38%.

Scanned with OKEN Scanner

Calculul ANCC:

ANCC = ANC ± Corecții ale activelor ± Corecții ale pasivelor

ANCC = ANC -
-Active în afara exploatării
- Active considerate nonvalori
+ Active luate în leasing
+ Plusvalori aferente activelor
- Impozit pe plusvalorile aferente activelor
- Provizioane pentru deprecierea activelor
- Impozit latent conținut de unele componente ale capitalurilor proprii
± Constituirea sau ajustarea provizioanelor pentru riscuri și cheltuieli
± Ajustarea datoriilor
- Datorie financiară corespunzătoare activelor luate în leasing

ANCC =	**3.422**
ANC (după distribuirea dividendelor)	**7.000**
- Active în afara exploatării	**500**
- Active considerate nonvalori	**1.200**
• cheltuieli de constituire	200
• cheltuieli înregistrate în avans	1.000
+ Activ luat în leasing	**4.000**
+ Plusvalori aferente activelor	**2.600**
• fond comercial	1.500
• construcții	500
• instalații [2.100 - (2.000 - 500)]	600
- Impozit pe plusvalorile aferente activelor imobilizate (2.600 x 38%)	**988**
- Deprecierea (anularea) participației la filială	**300**
- Majorarea provizionului pentru deprecierea stocurilor	**1.000**
- Impozit latent conținut de componente ale capitalurilor proprii	
• provizioane reglementate	**190**
- Constituirea unui provizion pentru litigiul cu clienții	**2.000**
- Datorie financiară corespunzătoare activului luat în leasing	**4.000**

Scanned with OKEN Scanner

Valoarea de lichidare

Activul net contabil și activul net contabil corectat reprezintă valori corespunzătoare opticii vânzătorului care decide voluntar vânzarea activelor sale. Ele s-au obținut pe baza datelor din bilanțul contabil stabilit prin aplicarea principiului contabil al continuității activității, care presupune că întreprinderea nu va intra în stare de încetare a activității. În cazul încetării activității întreprinderii, valorile prezentate până acum nu mai sunt valabile, utilizându-se valoarea de lichidare. Noțiunea de valoare de lichidare trebuie nuanțată în funcție de modul de încetare a activității întreprinderii: lichidare progresivă sau lichidare imediată.

Lichidarea progresivă [28] apare în cazul lichidării voite sau benevole a întreprinderii. În țara noastră Legea societăților comerciale nr.31/1990 modificată și completată de Ordonanța Guvernului nr. 32/1997 arată că încetarea activității întreprinderii urmată de o lichidare progresivă are loc în următoarele situații: ajungerea la scadență a duratei de funcționare, dizolvarea anticipată hotărâtă de acționari sau tribunal, realizarea sau incapacitatea realizării obiectului de activitate, anularea contractului de societate, reducerea numărului asociaților sau acționarilor sub numărul prevăzut prin lege sau alte cauze prevăzute în statut.

Lichidarea imediată reprezintă o lichidare judiciară datorată încetării plăților întreprinderii și intrării în stare de faliment. În țara noastră, incapacitatea de plată și procedura falimentului sunt prevăzute în Ordonanța Guvernului nr.23/1993, respectiv Legea nr.64/1995 privind procedura reorganizării și lichidării judiciare.

Lichidarea progresivă constă în vânzarea activelor întreprinderii în timp, datorită faptului că datoriile sale nu devin exigibile instantaneu astfel încât să reclame acoperirea lor imediată. În acest caz se utilizează **valoarea lichidativă** care este un activ net obținut

Scanned with OKEN Scanner

prin diminuarea activelor evaluate la costuri de tranzacție normale, dar uneori mai mici decât cele contabile, cu datoriile care rămân evaluate la valoarea lor contabilă.

Lichidarea imediată constă în vânzarea directă sau prin licitație a activelor întreprinderii, cât mai rapid și cât mai avantajos, la timpul cel mai potrivit și la prețul maxim. În acest caz se utilizează **valoarea de lichidare** care este un activ net calculat astfel:

- activele sunt evaluate în cele mai proaste condiții posibile obținându-se, în general, valori mult mai mici decât prețurile de vânzare în condiții normale;

- pasivele vor fi majorate cu costurile de lichidare ale întreprinderii cum ar fi: indemnizații de concediere a personalului, penalități de rambursare anticipată a împrumuturilor sau de rupere a contractelor de închiriere, onorariile lichidatorilor etc.

Valoarea netă obținută care revine acționarilor este foarte mică sau nulă.

Exemplu pentru societatea GENEVAL

Alte informații privind calculul valorii de lichidare:

- Active nelichide la valoarea de lichidare:

- fond comercial 1.200
- construcții 4.000
- instalații 1.400
- titluri de participare 400
- stocuri 8.000
- creanțe clienți 7.500

- Datoriile din bilanț rămân la valoarea lor contabilă.
- Datorii legate de lichidare, din care:

- cheltuieli diverse de lichidare 500
- onorarii lichidatori 800
- penalități de rupere a contractelor de leasing, muncă 600

Scanned with OKEN Scanner

Calculul valorii de lichidare (VL) :

VL = Active la valori de lichidare
- Impozit pe plusvaloarea aferentă activelor
- Datorii bilanțiere rambursabile
- Datorii legate de lichidare
- Impozit latent datorat pentru trecerea la venituri a surselor de impozit amânat la plată.

VL=	1.726
Active nelichidate la valori de lichidare	**22.500**
• fond comercial	1.200
• construcții	4.000
• instalații	1.400
• titluri de participare	400
• stocuri	8.000
• creanțe	7.500
+ Disponibilități bănești	**1.000**
- Impozit pe plusvaloarea aferentă activelor	
• construcții (1.500 x 38%)	**570**
- Datorii bilanțiere rambursabile	**19.000**
• datorii financiare	1.000
• furnizori	9.000
• datorii fiscale și sociale	9.000
- Datorii legate de lichidare	**1.900**
• cheltuieli diverse de lichidare	500
• onorarii lichidatori	800
• penalități de rupere a contractelor	600
- Impozit latent datorat pentru sursele de impozit amânat la plată	**304**
• provizioane reglementate	190
• provizioane pentru riscuri și cheltuieli	114

Scanned with OKEN Scanner

5.3. Metode de evaluare bazate pe valori funcționale

Activ brut contabil

Mai este denumit valoare contabilă brută.

Acesta reprezintă totalul activelor deținute de întreprindere fără să se țină seama de pasive, deci de modul de finanțare a activelor.

Activul brut contabil se obține însumând valorile contabile ale diferitelor active evaluate la costuri istorice conform principiilor contabilității fără să se ia în considerare amortizările și provizioanele eventual constituite pentru acestea.

Activ brut contabil = Total active (nete) + Amortizări + Provizioane

Exemplu pentru societatea GENEVAL

Activ brut contabil = 26.700 + 3.800 + 4.000
= 34.500

Scanned with OKEN Scanner

Valoarea substanțială [17]

Face parte din rândul valorilor funcționale îndepărtându-se, ca și calcul, de bilanț și ținând seama de o funcție a întreprinderii: funcția de exploatare. Valoarea substanțială se compune din valoarea activelor de exploatare de care dispune întreprinderea. Este o valoare calculată de către cumpărătorul întreprinderii.

Valoarea substanțială se diferențiază, în funcție de elementele luate în calcul, în:

a) Valoarea substanțială brută (VSB),

care se calculează pornind de la activul brut contabil corectat la care se adaugă activele folosite de întreprindere, dar pentru care nu este proprietară și din care se scad activele aparținând întreprinderii, dar pe care aceasta nu le folosește.

Valoarea substanțială brută se determină după următoarea formulă:

Valoarea substanțială brută
=
Activ brut contabil corectat (ANCC + Datorii)
+
Active obținute prin închiriere sau leasing
-
Active închiriate altor întreprinderi sau împrumutate
-
Eventuale reparații de efectuat pentru activele întreprinderii sau cheltuieli cu punerea în stare de funcționare

Scanned with OKEN Scanner

b) Valoarea substanțială redusă (VSR),

care se calculează pornind de la valoarea substanțială brută din care se scad o parte din datoriile întreprinderii nepurtătoare de dobânzi și cele care oferă avantaje întreprinderii în raport cu condițiile normale ale pieței, ca de exemplu: valoarea capitalurilor lăsate de către conducătorul sau acționarii întreprinderii la dispoziția acesteia, datorii față de furnizori considerate a fi obținute în condiții mai favorabile față de cele obținute de alte întreprinderi.

c) Valoarea substanțială netă (VSN),

care se calculează pornind de la valoarea substanțială brută din care se scad toate datoriile.

Se aseamănă cu activul net contabil corectat, însă este mult mai apropiată de condițiile de exploatare reale ale întreprinderii prin aceea că ține seama de toate activele utilizate de către aceasta indiferent de aspectul juridic al proprietății lor.

Exemplu pentru societatea GENEVAL

Alte informații privind calculul valorii substanțiale:

- în afara contractului de leasing privind instalația, în valoare de 4.000, societatea a mai încheiat:

- un contract de închiriere pentru un mijloc de transport în valoare de 1.800
- un contract de concesionare pentru un teren în valoare de 2.500.

- societatea a închiriat altei societăți un depozit (clădire) în valoare de 2.000;
- pentru exercițiile următoare se preconizează o reparație capitală la unele instalații al cărei cost este estimat la 1.550;
- creditul comercial acordat societății de către furnizorii de bunuri și servicii este, în medie, de 85 zile, față de 70 zile care reprezintă media sectorului său de activitate.

Scanned with OKEN Scanner

Calculul valorilor substanțiale (VSB, VSR și VSN):

VSB = Active corectate + Active exploatate fără a fi proprietară - Active cedate spre exploatare - Costul estimat al reparațiilor preconizate

VSB=	
	27.472
ANCC	3.422
+ Datorii	19.300
+ Active exploatate fără a fi proprietară	8.300
• instalație	4.000
• mijloc de transport	1.800
• teren	2.500
- Active cedate spre exploatare	2.000
• clădire	2.000
- Costul estimat al reparațiilor	1.550

VSR = VSB - Datorii nepurtătoare de dobândă - Valoarea elementelor care depășesc condițiile normale de exploatare

VSR=	
	7.884
VSB	27.472
- Datorii nepurtătoare de dobândă	18.000
• furnizori	9.000
• datorii fiscale și sociale	9.000
- Valoarea elementelor care depășesc condițiile normale de exploatare	1.588
• credit furnizori gratuit $\left(9.000 \cdot \frac{85-70}{85}\right)$	1.588

VSN = VSB - Datorii totale

VSN =	
	8.172
VSB	27.472
- Datorii totale	19.300

Scanned with OKEN Scanner

Capitalurile permanente necesare exploatării (CPNE) [17]

Este o valoare funcțională și reflectă capitalurile necesare funcției de exploatare a întreprinderii. Noțiunea de capitaluri aparține teoriei economice asupra patrimoniului întreprinderii și nu se referă la modul de finanțare a acestuia, ci la componenta sa materială, activele. Capitalurile permanente necesare exploatării reflectă valoarea capitalului necesar pentru a crea o întreprindere cu aceleași caracteristici ca și ale întreprinderii evaluate.

Determinarea CPNE se face pe baza datelor bilanțului funcțional construit pe baza bilanțului contabil și are în vedere activele bilanțiere aparținând activității de exploatare a întreprinderii. În plus, în vederea determinării acestei valori patrimoniale trebuie să se ia în considerare următoarele aspecte:

- la imobilizările de exploatare nu sunt incluse bunurile și titlurile de valoare nelegate direct de activitatea întreprinderii;
- dacă fondul de rulment funcțional (FR) este mai mare decât nevoia de fond de rulment (NFR), excedentul de trezorerie este considerat un activ în afara exploatării;
- pot să apară corecții legate de imobilizările de exploatare și de NFR de exploatare (de exemplu prin reflectarea unei viteze de rotație normale a componentelor NFR);
- NFR de exploatare luat în calcul are o valoare previzionată, având în vedere că valoarea patrimonială este calculată de către cumpărătorul întreprinderii care urmărește reconstituirea întreprinderii în vederea continuării activității.

Ținând cont de toate acestea, capitalurile permanente necesare exploatării se determină astfel:

Scanned with OKEN Scanner

Se observă că această valoare se aseamănă cu valoarea substanțială redusă, existând totuși următoarele deosebiri:

Capitaluri permanente necesare exploatării	=	**Imobilizări brute de exploatare**	+	**NFR de exploatare previzionat**

- activele circulante care intră în componența NFR sunt diminuate doar cu datoriile nefinanciare (datorii de exploatare) în timp ce în cadrul valorii substanțiale reduse se scad și unele datorii cu caracter financiar;

- activele și pasivele circulante se iau în calcul la valorile lor previzionate, ceea ce nu este cazul pentru valoarea substanțială redusă.

Exemplu pentru societatea GENEVAL

Alte informații privind calculul capitalurilor permanente necesare exploatării (CPNE):

- imobilizările considerate că aparțin exploatării sunt:
  - imobilizări necorporale, cu excepția cheltuielilor de constituire;
  - imobilizări corporale, cu excepția instalațiilor care nu sunt utilizate în exploatare, a căror valoare brută contabilă este de 800.
- nevoia de fond de rulment de exploatare s-a determinat în cadrul diagnosticului financiar și este de 3.000.

Scanned with OKEN Scanner

Calculul capitalurilor permanente necesare exploatării (CPNE):

CPNE = Imobilizări brute de exploatare + Variația nevoii de fond de rulment de exploatare

CPNE= **12.200**

Imobilizări de exploatare brute	**9.200**
• cheltuieli de cercetare- dezvoltare	1.000
• fond comercial	1.500
• construcții	4.500
• instalații (3.000 - 800)	2.200
+ Nevoia de fond de rulment de exploatare (nu se trece variația acestuia, având în vedere că exemplificarea s-a făcut pentru un singur exercițiu)	**3.000**

Scanned with OKEN Scanner

BIBLIOTECA NAȚIONALĂ A MOLDOVEI

CAPITOLUL 6

METODE DE EVALUARE BAZATE PE RENTABILITATE

6.1. Cadrul general

S-a văzut cum valoarea unei întreprinderi este dată de valorile patrimoniale obținute pe baza datelor contabile, eventual corectate. De cele mai multe ori, valorile patrimoniale reflectă capitalurile proprii ale întreprinderii care îi conferă acesteia valoare în ipoteza încetării activității.

Valorile de rentabilitate se stabilesc nu în optica de lichidare a întreprinderii ca și în cazul valorilor patrimoniale, ci într-o optică de continuare a activității. Întreprinderea este considerată un mijloc de producție prin a cărui exploatare se îmbogățește proprietarul său [18], ale cărui capitaluri cresc în ipoteza continuării activității întreprinderii.

Scanned with OKEN Scanner

Singurul element al capitalurilor întreprinderii care se înnoiește continuu este rezultatul exercițiului citit din bilanțul contabil. Acesta se găsește, în general, la baza variației capitalurilor proprii de la un exercițiu la altul.

Prin urmare, punctul de plecare al metodelor de evaluare bazate pe valori de rentabilitate îl constituie rezultatul financiar-contabil publicat. Uneori acesta este însă corectat ca urmare a cel puțin trei categorii de factori a căror incidență trebuie stabilită și măsurată, și anume: incidența fiscalității, incidența metodologiei contabile și distorsiunile voluntare ale rezultatului financiar [35].

Accepțiunea de rezultat diferă de la o concepție la alta, de la o metodă de evaluare la alta.

Formele rezultatului

Formele pe care le îmbracă rezultatul în vederea stabilirii valorilor întreprinderii bazate pe rentabilitate se pot grupa în beneficii și cash-flow-uri, astfel:

A. Forme ale beneficiilor

a) **Rezultatul net contabil mediu** calculat pe o anumită perioadă de referință.

Acesta este utilizat doar dacă se observă că tendința de evoluție a rezultatelor trecute se prelungește în viitor.

Uneori, pentru a se obține un rezultat considerat a fi mai apropiat de realitatea economică a întreprinderii, rezultatul net contabil

este supus unor corecții, obținându-se indicatorul numit **capacitate beneficiară**.

Pentru a calcula capacitatea beneficiară, rezultatul contabil va fi corectat cu:

- influențele fiscale care-l distorsionează, ca de exemplu:
  - ♦ diferențele dintre amortizarea tehnică, reală și cea fiscală;
  - ♦ provizioanele constituite în scopuri fiscale (provizioane reglementate);
  - ♦ diferențele provenite din evaluarea stocurilor.

  ¤ Odată cu eliminarea acestor influențe fiscale se corectează și impozitul pe profit care a fost inițial afectat de acestea.

- elementele cu caracter nerecurent, nereproductibile în viitor, ca de exemplu:
  - ♦ profitul sau pierderea realizate pe o piață cu caracter excepțional;
  - ♦ rezultatele financiare ale producerii unor calamități naturale sau accidente.

b) **Rezultatul curent contabil**, calculat ca sumă a rezultatului din exploatare și a rezultatului financiar, care nu sunt afectate de elementele excepționale.

Uneori, pentru a obține o estimare mai corectă a anumitor elemente de venituri și cheltuieli, rezultatul curent poate fi corectat astfel:

Rezultat curent
+cheltuieli cu amortizările și provizioanele
± corecții privind evaluarea stocurilor în cazul aplicării metodelor FIFO sau LIFO
+cheltuieli cu salariile conducătorilor întreprinderii.

Scanned with OKEN Scanner

c) Rezultatul distribuit sub formă de dividende.

B. Forme ale cash-flow-urilor

a) **Capacitatea de autofinanțare (CAF)**, care reprezintă ansamblul resurselor financiare obținute din operațiile efectuate, de care întreprinderea ar putea dispune (în absența acordării dividendelor) pentru a-și acoperi nevoile financiare, pentru continuarea activității și pentru dezvoltare.

CAF este un indicator care se obține din structura contului de rezultate ca document de sinteză contabilă. Se calculează pornind de la excedentul brut de exploatare (EBE) care este un sold intermediar de gestiune sau de la rezultatul net contabil, în funcție de cele două metode de determinare, astfel:

- obținerea CAF pornind de la EBE

EBE este rezultatul obținut în urma operațiilor de exploatare înainte de a se lua în calcul operațiile de finanțare, amortizările și provizioanele. El se calculează pornind de la valoarea adăugată la care se adaugă subvențiile de exploatare și se scad cheltuielile cu impozitele și taxele precum și cheltuielile cu personalul.

$$EBE = \left(\begin{matrix}\text{Valoarea}\\ \text{adăugată}\end{matrix} + \begin{matrix}\text{Subvenții}\\ \text{de}\\ \text{exploatare}\end{matrix}\right) - \left(\begin{matrix}\text{Cheltuieli}\\ \text{cu}\\ \text{impozite}\\ \text{și taxe}\end{matrix} + \begin{matrix}\text{Cheltuieli}\\ \text{cu}\\ \text{personalul}\end{matrix}\right)$$

unde:

♦ Valoarea adăugată la întreprinderile de comerț se determină astfel:

VA = Marja comercială - Alte servicii consumate

Marja comercială = Prețul de vânzare al mărfurilor - Costul de achiziție al mărfurilor vândute

Scanned with OKEN Scanner

- Valoarea adăugată la întreprinderile industriale (productive) se determină astfel:

VA = Producția vândută + Producția stocată + Producția imobilizată - Consumuri de bunuri și servicii de la terți

- EBE este un indicator care măsoară performanța economică a întreprinderii în afara impactului politicilor de finanțare și a celor legate de fiscalitate. Este resursa fundamentală pe care întreprinderea o obține din ciclul său de exploatare.

CAF se calculează adăugând la EBE un anumit număr de elemente în afara exploatării, astfel:

CAF
=
EBE
+
Alte venituri de exploatare
-
Alte cheltuieli de exploatare
±
Cote părți din operațiile în participație
+
Venituri financiare
-
Cheltuieli financiare
+
Venituri excepționale
-
Cheltuieli excepționale
-
Impozit pe profit

De menționat că veniturile și cheltuielile excepționale incluse în formulă nu includ veniturile obținute din vânzarea imobilizărilor și nici valoarea contabilă a acestor imobilizări vândute.

Dacă din CAF se scad dividendele distribuite, se obține indicatorul numit **autofinanțare**.

Scanned with OKEN Scanner

- obținerea CAF pornind de la rezultatul net

În vederea obținerii CAF, rezultatului net i se reintegrează cheltuielile și veniturile calculate (care nu generează încasări și plăți) ce-i fuseseră inițial imputate.

CAF
=
Rezultat net
+
Cheltuieli cu amortizările și provizioanele
-
Venituri din reducerea sau anularea provizioanelor
±
Plusvalori sau minusvalori obținute din vânzarea imobilizărilor

În concluzie, CAF poate fi estimată fără a se lua în considerare veniturile și cheltuielile calculate. Este utilizată atunci când se compară performanțele întreprinderilor care practică politici foarte diferite privind calculul amortizărilor și provizioanelor [18].

b) Excedentul de trezorerie al exploatării (ETE), care reflectă fluxul de trezorerie obținut, într-o anumită perioadă de timp, din activitatea de exploatare a întreprinderii.

ETE este excedentul încasărilor din exploatare asupra plăților de aceeași natură, înaintea luării în considerare a politicilor de investiții și de finanțare.

ETE poate fi determinat în două moduri:

- Direct:
  ETE = Încasări din exploatare - Plăți din exploatare
- Indirect:
  ETE = EBE - ΔNFR $_{exploatare}$

Scanned with OKEN Scanner

Nevoia de fond de rulment (NFR) se calculeză ca diferență între activele circulante și pasivele circulante.

NFR poate fi diferențiat în NFR de exploatare și NFR în afara exploatării care se calculează astfel:

$NFR_{exploatare}$=

(Stocuri + Creanțe clienți + Alte creanțe aparținând exploatării + Chel tuielile înregistrate în avans aparținând exploatării + Efecte scontate nescadente)

- (Datorii față de furnizorii de bunuri și servicii + Datorii fiscale [cu excepția impozitului pe profit] + Venituri înregistrate în avans aparținând exploatării)

$NFR_{în\ afara\ exploatării}$ =

(Creanțe diverse în afara exploatării + Cheltuieli înregistrate în avans în afara exploatării)

- (Datorii față de furnizorii de imobilizări + Datorii fiscale [impozit pe profit] + Alte datorii în afara exploatării + Venituri înregistrate în avans în afara exploatării)

La calculul ETE intră doar componenta NFR aparținând ciclului de exploatare al întreprinderii și anume NFR de exploatare.

ETE este rezultatul exploatării efectiv încasat, care este deja la dispoziția întreprinderii, pentru că din EBE, care este un fel de rezultat brut, se exclud decalajele cu incidență asupra trezoreriei.

Fiindcă EBE, pe baza căruia se calculează ETE, nu este afectat de alegerile în materie de amortismente, provizioane, metode de evaluare a stocurilor, același lucru se poate spune și despre ETE. În plus, ETE nu este afectat nici de tehnicile de regularizare a cheltuielilor sau veniturilor de imputat asupra unuia sau mai multor exerciții, pentru că exclude cheltuielile și veniturile înregistrate în avans.

FINTINARU · NECULAI ·

Scanned with OKEN Scanner

Între EBE și ETE există următoarele **diferențe**:

- EBE este un sold al rezultatului între veniturile care determină mai devreme sau mai târziu încasări din exploatare și cheltuielile de exploatare care generează mai devreme sau mai târziu plăți de exploatare.
- ETE sesizează nuanța dintre rezultat și trezorerie (cash) pentru că faptul de a genera de către întreprindere un rezultat pozitiv nu presupune automat ca el să fie și disponibil. Din acest motiv ETE este considerat și un indicator de detectare a dificultăților întreprinderilor.

c) Cash-flow brut (CF_{brut}), care se calculează astfel:

CF_{brut}
=
Profit net
+
Impozit pe profit
+
Cheltuieli cu amortizările și provizioanele
(și eventual cheltuielile cu dobânzile)
-
Venituri din reducerea sau anularea provizioanelor

d) Cash-flow net (CF_{net}), care se calculează astfel:

CF_{net}
=
Profit net
±
Cheltuieli și venituri cu amortizările și provizioanele cu caracter de rezervă
(provizioane reglementate și
o parte a provizioanelor pentru riscuri și cheltuieli)

Scanned with OKEN Scanner

Cash-flow-ul net se mai numește **marja brută de autofinanțare (MBA)**.

Cash-flow-ul net se aseamănă ca și conținut cu capacitatea de autofinanțare. Diferența dintre acestea o constituie faptul că primul include doar cheltuielile și veniturile cu provizioanele cu caracter de rezervă și nu toate categoriile de provizioane ca și CAF, iar pe de altă parte plus sau minusvalorile din cesiunea de active sunt incluse în CF_{net} dar nu sunt incluse în CAF.

e) Cash-flow anglo-saxon (CF_{as}), care se calculează astfel:

CF_{as}
=
Profit net
±
Cheltuieli și venituri cu amortizările și provizioanele
-
Variația nevoii de fond de rulment (ΔNFR)
-
Investițiile de menținere a potențialului existent al întreprinderii

O variantă lărgită a CF_{as} exclude din această mărime remunerarea împrumuturilor (cheltuielile cu dobânzile) și adaugă noilor investiții plusvaloarea obținută din vânzarea imobilizărilor.

Noile investiții și cheltuielile financiare sunt luate în calcul, deoarece acest cash-flow se bazează pe ipoteza continuării activității. Menținerea potențialului de activitate presupune investiții și recurgerea la împrumuturi. Acestea generează costuri privind achiziția imobilizărilor și cheltuieli cu dobânzile, care vor diminua rezultatele financiare viitoare și implicit valoarea obținută prin actualizarea cash-flow-ului. La fel se interpretează nevoia de fond de rulment (NFR), care este asimilată unei investiții în cadrul funcției de exploatare a întreprinderii.

Scanned with OKEN Scanner

f) Discounted cash-flow (DCF), care reprezintă fluxul de trezorerie redus prin actualizare și prin întreruperea în anul n de prognoză, când se calculează valoarea reziduală a întreprinderii.

DCF
=
Profit net
±
Cheltuieli și venituri cu amortizările și provizioanele
-
Variația nevoii de fond de rulment (ΔNFR)
-
Investiții de menținere a potențialului de activitate
±
Plus sau minusvalori din vânzarea imobilizărilor
-
Cheltuieli financiare
+
Valoarea reziduală (V_r)

$$DCF = CF_{as} + V_r$$

Actualizare și capitalizare

Actualizarea este operația prin care o sumă care va fi încasată sau plătită în viitor este transformată în valori de azi. Necesitatea ei derivă din faptul că unitățile monetare de mâine nu sunt echivalente cu unitățile monetare de azi (fără a lua în considerare inflația)[32].

Pentru actualizarea unei sume care se va obține în viitor se utilizează rata de actualizare, care reprezintă rentabilitatea cerută de piață pentru o sumă de capitaluri investite în întreprinderea evaluată. Rata de actualizare se mai poate spune că este rata de fructificare a capitalurilor investite pe piața financiară în loc să fie investite în întreprindere și a genera diversele forme ale rezultatului.

Scanned with OKEN Scanner

Rata de actualizare penalizează (decotează) un rezultat care se va obține în viitor prin exploatarea întreprinderii evaluate, datorită faptului că se pierde un anumit câștig față de situația în care suma respectivă (capitalurile investite în întreprindere pentru a degaja rezultat) ar fi fost fructificată în prezent pe piața financiară. Din acest considerent, rata de actualizare mai poartă numele de cost de oportunitate al capitalului.

Rata de actualizare este notată r și se aplică, prin intermediul unui factor de actualizare $\left(\frac{1}{1+r}\right)$, unor rezultate constante sau nu, care se vor obține într-o perioadă finită de timp.

Pentru a înțelege mecanismul actualizării se pornește de la cazul fructificării la bancă a unei sume de bani prin obținerea unei dobânzi compuse.

Se notează cu S_o suma inițială depusă la bancă, cu d dobânda anuală bonificată de bancă, cu n numărul de ani în care se fructifică banii și cu S_n suma finală încasată după trecerea perioadei respective.

Pentru fiecare an se aplică formula de calcul a dobânzii simple[23] :

$$S_1 = S_o \cdot (1 + d) \Rightarrow S_1 = S_o \cdot u$$

$$S_2 = S_1 \cdot (1 + d) \Rightarrow S_2 = S_o \cdot u^2$$

$$\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots$$

$$S_n = S_{n-1} \cdot (1 + d) \Rightarrow S_n = S_o \cdot u^n$$

unde:

$u = 1 + d$ care se numește factor de fructificare.

Scanned with OKEN Scanner

Această ultimă relație se demonstrează prin inducție matematică și este formula de bază a operației de dobândă compusă. Relația va fi folosită pentru determinarea, în cazul în care este necunoscută, a sumei inițiale S_o.

Astfel,

$$S_o = \frac{S_n}{u^n} = \frac{S_n}{(1+d)^n}$$

Dacă se consideră că S_o reprezintă valoarea actuală a unui rezultat (R_o) care se va obține în viitor, că r este rata de actualizare și S_n rezultatul estimat pentru viitor (R_n), relația de mai sus devine:

$$R_o = \frac{R_n}{(1+r)^n}$$

Rata de actualizare depinde, teoretic, de următorii factori:

- costul capitalului investit;
- riscurile care intervin privind încasarea unei sume viitoare;
- inflația care poate eroda o încasare viitoare.

Deci rata de actualizare **r** se compune dintr-o rată neutră **i**, prima de risc **P** atribuită de către evaluator întreprinderii evaluate și, eventual, rata inflației **f**.

- **Rata neutră (i)** este principala componentă a ratei de actualizare și poate fi percepută:
  - fie ca și un cost al banilor sau al resurselor utilizate pentru a obține încasări sau rezultate viitoare;
  - fie ca și un cost de oportunitate cu care trebuie penalizate încasările viitoare în urma investiției în întreprinderea care le-a produs pentru că s-a optat

pentru acest tip de investiție și nu un altul care ar fi putut fructifica în alt mod același capital disponibil.

Rata neutră este considerată o rată sigură, care nu comportă riscuri pe termen lung privind obținerea încasărilor sau rezultatelor viitoare.

Alegerea ratei neutre utilizată în calculele de evaluare este la latitudinea celui care face evaluarea. Totuși, pentru ca rezultatele evaluării să corespundă realității, rata neutră se alege pornind de la referințele pieții. Orice investitor motivat își bazează deciziile pe un nivel de bază pozitiv, cât mai ridicat, dar totuși realist.

Pentru alegerea ratei neutre evaluatorul are la dispoziție mai multe variante:

- costul capitalurilor utilizate de o întreprindere pentru realizarea obiectivelor sale, utilizat atunci când se evaluează o întreprindere ca întreg;
- rata dobânzilor la obligațiunile din sectorul public, cel mai adesea la obligațiunile de stat, considerate a fi cele mai sigure sau fără riscuri, având în vedere că întotdeauna cel mai bun garant este statul;
- rata dobânzii la obligațiunile din sectorul privat;
- rentabilitatea medie a plasamentelor imobiliare;
- randamentul mediu al acțiunilor la Bursa de valori;
- rata de rescont care reprezintă dobânda datorată de către băncile comerciale Băncii Naționale pentru resursele puse la dispoziție de către aceasta;
- rata medie a dobânzilor practicate de băncile comerciale (inclusiv Casa de Economii și Consemnațiuni);
- o rată medie calculată pe baza a două sau trei mărimi deja amintite.

Costul capitalurilor utilizate de întreprindere se calculează prin ponderarea , după impozitarea lor, a costurilor resurselor investite de către acționari și creditori.

Costul capitalurilor proprii (capitalurile aduse de acționari) se determină prin diverse metode, dintre care majoritatea fac referire la piața de capital. Dintre acestea se prezintă două metode:

Scanned with OKEN Scanner

a) o primă modalitate de determinare a costului capitalurilor proprii ține seama de: rata de distribuire a dividendelor din profitul net care se notează cu **d**, de profitul net care se notează cu **P**, de cursul acțiunilor întreprinderii la bursă care se notează cu **B** și de mărimea capitalurilor proprii (capital social și prime legate de capital), care se notează cu **Cp**.

Formula de determinare a costului capitalurilor proprii C_{C_p}, este:

$$C_{C_p} = \frac{D}{B} \cdot \frac{(1-d)\cdot P}{C_p}$$

unde:

$$D = P \cdot d$$

b) o a doua modalitate de determinare a costului capitalurilor proprii se bazează pe inversul coeficientului de capitalizare bursieră **PER** (price earning ratio).

PER este un raport între cursul acțiunilor unei întreprinderi cotate la bursă și beneficiul sau rezultatul obținut de aceasta. El arată în cât timp se recuperează investiția făcută de un cumpărător al acțiunilor întreprinderii pe seama beneficiilor primite din partea acesteia. PER se calculează după formula:

$$PER = \frac{\text{curs bursier /acțiune}}{\text{beneficiu /acțiune}} = \frac{B}{P}$$

Dacă costul capitalurilor proprii este inversul lui PER, modelul său de calcul este:

$$C_{C_p} = \frac{1}{PER} = \frac{P}{B}$$

Scanned with OKEN Scanner

Costul datoriilor, care se notează cu C_d, se determină după impozitare și este influențat de rata dobânzii pentru datoriile contractate de întreprindere care se notează cu **c** și de cota de impozit pe profit care se notează cu i_p. Costul datoriilor se determină prin următoarea formulă:

$$C_d = c \cdot (1 - i_p)$$

În final, costul capitalurilor utilizate de către întreprindere, care se notează cu C_c, se determină astfel:

$$C_c = K_1 \cdot C_{C_p} + K_2 \cdot C_d$$

unde:

K_1 - ponderea capitalurilor proprii în totalul capitalurilor utilizate

K_2 - ponderea datoriilor în totalul capitalurilor utilizate

Rata neutră utilizată în actualizare se determină la nivelul costurilor capitalurilor investite, astfel:

$$i = C_{C_p}$$

O altă referință privind stabilirea ratei neutre este rentabilitatea Bursei de valori. Aceasta poate fi utilizată dacă întreprinderi similare celei evaluate sunt cotate la bursă. Bursa poate fi un indiciu al rentabilității cerute pe piață dacă sunt îndeplinite următoarele condiții:

- eficiență satisfăcătoare a pieței;
- analogie perfectă între întreprinderea de evaluat și societățile cotate;
- reprezentativitate exactă a orizontului de prognoză.

Scanned with OKEN Scanner

Dar niciodată aceste condiții nu sunt perfecte. De aceea se procedează la corecția rentabilității pieței de capital cu riscul de exploatare și financiar specific întreprinderii evaluate.

Procedura de determinare a ratei de actualizare prin comparații bursiere pornește de la coeficientul bursier PER.

Inversul lui PER: $\frac{1}{PER} = \frac{\frac{\text{dividend}}{\text{acțiune}}}{\frac{\text{curs bursier}}{\text{acțiune}}}$ semnifică rentabilitatea acțiunii cotate la bursă sau rata de capitalizare implicită a beneficiilor pentru societățile cotate [12]. El poate fi folosit pe post de rată de plasament a capitalurilor și punct de plecare în determinarea ratei de actualizare.

Astfel,

$$i = \frac{1}{PER}$$

- O a doua componentă a ratei de actualizare o constituie **rata inflației** care se notează cu **f**. Fiind o caracteristică a oricărei economii, ea influențează într-o măsură mai mare sau mai mică puterea de cumpărare a monedei naționale. Implicit, modifică valorile indicatorilor economici ai întreprinderilor. De aceea, pentru o determinare corectă a valorii întreprinderii, în cazul metodelor bazate pe rentabilitate care lucrează cu valori previzionate, obtenabile în viitor pe care apoi le aduce în valori ale prezentului prin procedura actualizării, interpretarea corectă a inflației este de primă importanță.

Astfel, dacă rezultatele viitoare sunt exprimate în unități monetare curente care țin seama de inflația viitoare (estimată), aceste

Scanned with OKEN Scanner

rezultate trebuie actualizate cu o rată care include inflația, numită rată de actualizare nedeflatată. Pe plan mondial majoritatea întreprinderilor lucrează cu valori nedeflatate, exprimate în unități monetare curente, calculate ținând cont de o perspectivă inflaționistă. În acest caz, rata de actualizare nedeflatată este din aceeași familie cu ratele dobânzilor de pe piețele financiare care nu sunt deflatate.

Dacă rezultatele viitoare sunt exprimate în unități monetare constante, care nu țin seama de inflația viitoare, ele trebuie actualizate cu o rată care nu include inflația numită rată de actualizare deflatată. Acest principiu este foarte important în cazul aplicării metodelor de capitalizare a beneficiilor, care constau în actualizarea unor beneficii presupuse constante care se vor obține în viitor, pe o perioadă infinită de timp. Utilizarea incorectă a ratei de actualizare prin aplicarea la niște rezultate constante a unei rate a pieții care include de fapt și o componentă inflaționistă penalizează valoarea întreprinderii evaluate. De aceea trebuie ca rata de actualizare care se va aplica acestor beneficii constante să fie în prealabil deflatată.

Trecerea de la $r_{nedeflatată}$ la $r_{deflatată}$ se face astfel [32]:

- dacă rata inflației este mai mică de 10%:

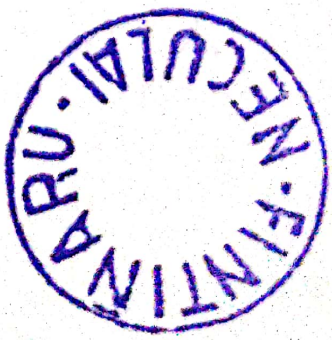
$$r_{deflatată} = r_{nedeflatată} - f$$

- dacă rata inflației este mai mare de 10%:

$$r_{deflatată} = (r_{nedeflatată} - f) \cdot \frac{1}{1+f}$$

unde:

$\frac{1}{1+f}$ reprezintă indicele puterii de cumpărare a banilor.



Scanned with OKEN Scanner

- A treia componentă a ratei de actualizare o constituie **prima de risc**.

Rata de actualizare a rezultatelor viitoare este de cele mai multe ori mai mare decât rata neutră, nu atât datorită incertitudinilor privind obținerea rezultatelor estimate pentru viitor, cât mai ales datorită riscului pe care îl prezintă activitatea întreprinderii evaluate. Expresia riscului specific fiecărei întreprinderi este prima de risc, care se notează cu **P**.

Riscul propriu întreprinderii poate fi un risc economic (de exploatare) sau un risc financiar.

În primul caz este vorba de un risc care corespunde activității de exploatare a întreprinderii. Pentru a-l stabili, evaluatorul diagnostichează funcțiile de exploatare ale acesteia: juridică, comercială, a producției-exploatării și a personalului. Rezultatul diagnosticelor funcțiilor de exploatare se materializează în depistarea unor atuuri sau slăbiciuni, acestea din urmă fiind determinante pentru aprecierea riscului economic pentru că penalizează valoarea întreprinderii. De exemplu se iau în considerare: lipsa de contracte pe termen lung cu partenerii, marketing de proastă calitate, dezinteres pentru promovarea de noi produse, mod defectuos de organizare a producției, lipsa cointeresării materiale a personalului, dependența de clienți etc.

În al doilea caz se ține seama de riscul financiar specific întreprinderii, stabilit pe baza diagnosticării funcției financiare a acesteia care poate prezenta următoarele puncte slabe: insuficiența fondului de rulment pentru acoperirea nevoii de fond de rulment, grad de îndatorare mai mare decât media sectorului, durate de rotație mari pentru activele circulante etc.

Luarea în considerare a riscului economic și a celui financiar conduce la definirea unei prime de risc, care se va adăuga ratei neu-

Scanned with OKEN Scanner

tre, pentru a se obține rata de actualizare care va fi utilizată în calculele de evaluare.

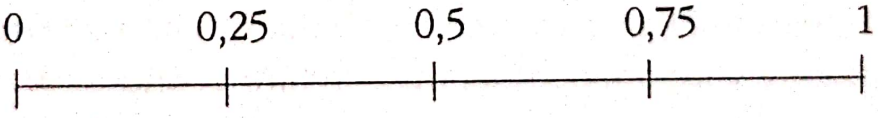
Prima de risc se aplică ratei neutre în prealabil deflatate. Aplicarea ei la o rată nedeflatată ar conduce la erori în evaluare datorită faptului că se aplică automat și componentei inflaționiste, majorând rata de actualizare totală și penalizând rezultatele viitoare care trebuie actualizate.

În ceea ce privește mărimea primei de risc se procedează astfel:

- se fixează o normă a priori de evoluție a primei de risc; de cele mai multe ori se consideră că valoarea maximă a primei de risc este chiar rata de risc;
- se urmărește apoi adâncirea preciziei în determinarea riscului (ex: 4 nivele în cadrul primei de risc);
- etapa cea mai importantă este de a estima pe această scară definită (cu 4 nivele) riscul de exploatare și financiar al întreprinderii evaluate.

Exemplu:

Se consideră că prima de risc maximă este egală cu rata neutră. În acest caz unitatea de bază este 1 care se împarte în patru nivele.



Dacă:

- prima de risc este 3 pe scara de la 1 la 4:

rata de actualizare = rata neutră (1) + prima de risc (3/4)

= 1 + 0,75

Scanned with OKEN Scanner

- prima de risc este 2:

rata de actualizare = rata neutră (1) + prima de risc (2/4)

= 1 + 0,5

- prima de risc este 1:

rata de actualizare = rata neutră (1) + prima de risc (1/4)

= 1 + 0,25

În practică se utilizează următoarele valori pentru aprecierea riscului:

- 0,25 pentru risc mic;
- 0,50 pentru risc mediu;
- 1,00 pentru risc destul de ridicat;
- 1,50 pentru risc ridicat;
- 2,00 pentru risc foarte ridicat.

Capitalizarea reprezintă aducerea în valori actuale a unor rezultate constante la infinit. La fel ca și în cazul actualizării, pentru capitalizarea unei sume care se va obține în viitor se utilizează rata de actualizare care are aceeași interpretare economică.

Capitalizarea se deosebește de actualizare prin faptul că se aplică unor rezultate constante, estimate pentru viitor și prin faptul că ia în considerare un orizont de timp infinit și nu finit.

Scanned with OKEN Scanner

Aceste două particularități conduc la transformarea factorului de actualizare $\frac{1}{(1+r)^n}$ într-un factor de capitalizare $\frac{1}{r}$, când $n \to \infty$.

Ținând cont de aceasta, valoarea actuală (R_o) a unui rezultat (R) care va fi constant în viitor, pe o perioadă infinită de timp se scrie:

$$R_o = \frac{R}{r}$$

Orizontul de prognoză

Al treilea element utilizat în formulele de evaluare a întreprinderii bazate pe rentabilitate este orizontul de prognoză.

Acesta se exprimă în ani și constituie o ipoteză a evaluatorului, corespunzând unei limite constatate din diagnosticul sectorului de activitate căruia îi aparține întreprinderea evaluată. Acest diagnostic determină durata de obținere a rezultatelor estimate ale activității întreprinderii.

În practică se consideră:

- fie că durata vieții întreprinderii este a priori infinită și, în acest caz, perioada de prognoză va fi de cel mult 25-30 ani, pentru că fluxurile care vor fi actualizate posterior acestei perioade vor conta foarte puțin în evaluarea întreprinderii;

- fie două perioade, dintre care prima este mai scurtă, de 3-10 ani și corespunde orizontului de vizibilitate al întreprinderii,

Scanned with OKEN Scanner

iar cea de-a doua perioadă reprezintă un număr mai mare de ani, aproximativ diferența până la 20-30 ani. Pentru prima perioadă, care este reprezentativă, vor fi elaborate mai multe scenarii de evoluție, în timp ce pentru cea de-a doua, ipotezele luate în calcul vor fi mult mai simple.

În funcție de felul și evoluția previzionată a rezultatelor din exploatare, precum și de mărimea orizontului de prognoză, valoarea întreprinderii poate fi determinată:

- fie prin actualizarea cash-flow-urilor;
- fie prin capitalizarea beneficiilor.

Scanned with OKEN Scanner

6.2. Metoda de actualizare a cash-flow-urilor

Metoda este anticipativă, evaluarea întreprinderii făcându-se în funcție de perspectivele sale de dezvoltare. Conform acestei metode, valoarea întreprinderii este egală cu valoarea actuală a fluxurilor de trezorerie (cash-flow) care vor fi degajate în viitor de către întreprindere.

Etapele de parcurs sunt următoarele:

a) **Alegerea interpretării cash-flow-ului disponibil** pe care-l degajă întreprinderea.

În practică se utilizează, cel mai frecvent, următoarele interpretări ale cash-flow-ului:

- Capacitatea de autofinanțare (CAF);
- Cash-flow anglo-saxon (CF_{as});
- Discounted cash-flow (DCF).

b) **Cuantificarea fluxurilor de trezorerie** care vor fi obținute în viitor, prin alăturarea valorilor previzionate ale elementelor componente.

De exemplu, în cazul DCF se procedează astfel [32]:

- proiecția profitului net pe baza evoluției previzibile a veniturilor și cheltuielilor;
- estimarea evoluției NFR;

Scanned with OKEN Scanner

- stabilirea valorii investițiilor necesare funcționării normale a întreprinderii și a impactului lor asupra evoluției cifrei de afaceri și a elementelor de cheltuieli;
- proiectarea cheltuielilor financiare în funcție de împrumuturile care se vor contracta.

c) Stabilirea orizontului de prognoză

Actualizarea se referă la un orizont de timp finit de n perioade, în general de la 3 la 10 ani. Acest orizont corespunde unei durate de previziune explicite, în care cash-flow-ul poate fi calculat cu credibilitate pentru fiecare an.

El este stabilit de evaluator pornind de la diagnosticele întreprinderii:

- diagnosticul strategic, care reflectă caracteristicile sectorului și poziția concurențială a întreprinderii;
- diagnosticul producției, care se referă la specificul sistemului de producție, durata de viață a întreprinderii;
- diagnosticul comercial, care prezintă ciclul de viață al produselor, modalitățile de comercializare;
- diagnosticul personalului, prin care se apreciază capacitatea echipei de conducere și a personalului;
- diagnosticul financiar, care reflectă rentabilitatea, lichiditatea sau alți indicatori ai situației financiare a întreprinderii.

În plus se ia în considerare credibilitatea previziunilor efectuate de întreprindere în ceea ce privește perioada de timp în care afacerea devine stabilă (adică creșterea volumului producției devine relativ constantă și începe distribuirea unor dividende atractive).

Scanned with OKEN Scanner

d) Calculul valorii reziduale (V_r) în cazul metodei discounted cash-flow (DCF).

Valoarea reziduală corespunde orizontului de prognoză în care cash-flow-ul nu mai poate fi calculat cu credibilitate, durată cuprinsă, în general, între 10 și 20-30 de ani. Este expresia globală a cash-flow-ului total realizabil în această perioadă care crește într-o proporție constantă.

Calculul V_r se poate face după o tehnică contabilă sau economică.

- Metoda contabilă are două variante [35]:
  - fie $V_r = ANC_n$, unde n este ultimul an al orizontului de prognoză;
  - fie $V_r = RNC_n$, căruia i se aplică un multiplu mediu al pieții, în funcție de multiplii unor întreprinderi comparabile.

- Metoda economică

Valoarea reziduală reprezintă suma fluxurilor actualizate pe care întreprinderea le va degaja dincolo de orizontul de prognoză.

Se va extrapola cash-flow-ul din ultimul an al orizontului de prognoză căruia i se aplică un multiplicator rezidual z.

$$V_r = CF_n \cdot z \; ; \qquad z = \frac{1}{P - g}$$

unde:

P - coeficient de ajustare la risc (prima de risc);

g - rata de creștere pe termen lung a cash-flow-rilor.

În practica evaluării z ia valori cuprinse în intervalul [3; 6].

Scanned with OKEN Scanner

e) Formule de calcul

a) Actualizarea fluxurilor de trezorerie (de exemplu CAF) când aceasta este stabilă pe cei n ani ai perioadei de prognoză:

$$V_a = \frac{CAF}{1+r} + \frac{CAF}{(1+r)^2} + \ldots + \frac{CAF}{(1+r)^n}$$

¤ Se observă că se obține suma valorilor anuale ale CAF actualizate, care apar în progresie geometrică descrescătoare pentru că $(1 + r) \rightarrow n$

Atunci se poate scrie restrâns:

$$V_a = CAF \times \frac{1 - \frac{1}{(1+r)^n}}{r}$$

b) Actualizarea CAF aflată într-o creștere geometrică.

Dacă CAF crește într-un ritm anual de (1+c), actualizarea pe n perioade devine:

$$V_a = \frac{CAF}{(1+r)} + \frac{CAF\,(1+c)}{(1+r)^2} + \cdots + \frac{CAF\,(1+c)^{n-1}}{(1+r)^n}$$

restrângând,

$$V_a = \frac{CAF}{(1+r)^n} \times \frac{(1+c)^n - (1+r)^n}{(1+c) - (1+r)}$$

c) Actualizarea CAF aflată într-o creștere liniară.

Dacă CAF crește de o manieră liniară, cu o valoare d fixă pe an, actualizarea pe n perioade devine:

$$V_a = \frac{CAF}{1+r} \cdot \frac{CAF+d}{(1+r)^2} + \cdots + \frac{CAF+(n-1)\,d}{(1+r)^n}$$

restrângând,

$$V_a = \frac{1-(1+r)^{-n}}{r}\left[CAF + \frac{d}{r} + n \times d\right] - \frac{n \times d}{r}$$

d) Formule de calcul în cazul aplicării metodei discounted cash-flow (DCF).

DCF este suma actualizată a fluxurilor nete de disponibilități (CF) și a valoarii actualizate a valorii reziduale V_r.

$$V_{DCF} = \frac{CF_1}{1+r} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \ldots + \frac{CF_n}{(1+r)^n} + \frac{V_r}{(1+r)^n}$$

MINISTERUL FINANȚELOR PUBLICE

Exemplu pentru societatea GENEVAL

Alte informații privind calculul valorii societății prin actualizarea diferitelor forme ale cash-flow-urilor:

- cheltuieli cu amortizările și provizioanele 5.000;
- cheltuieli excepționale din vânzarea imobilizărilor 10.200;
- venituri din amortizări și provizioane 3.500;
- venituri excepționale din vânzarea imobilizărilor 11.150.

Scanned with OKEN Scanner

- orizontul de prognoză estimat de evaluator ținând cont de perspectivele societății și de evoluția viitoare a sectorului de activitate căruia îi aparține, în ceea ce privește condițiile de exploatare specifice, este de 3 ani;
- rata de actualizare deflatată este stabilită de evaluator la 24% în funcție de rata medie a dobânzii bancare acordate clienților nebancari care este de 19% și de riscul economic și financiar specific societății evaluate care este de 25%.

În cazul metodei DCF:

- fluxurile de trezorerie (cash-flow-urile) estimate pentru cei 3 ani ai orizontului de prognoză sunt de 1.960, 2.225, respectiv 2.185;
- valoarea reziduală aferentă perioadei următoare celor 3 ani și până la infinit este estimată la 9.200.

a) Calculul valorii societății prin actualizarea capacității de autofinanțare (CAF) în trei variante:

CAF este considerată constantă pe întreg orizontul de prognoză:

CAF=

	1.950
RNC	1.400
+ Cheltuieli cu amortizările și provizioanele	5.000
- Venituri din amortizări și provizioane	3.500
+ Cheltuieli cu vânzarea imobilizărilor	10.200
- Venituri din vânzarea imobilizărilor	11.150

$$V_{CAF} = CAF \times \frac{1 - \frac{1}{(1+r)^n}}{r}$$

$$V_{CAF} = 1.950 \times \frac{1 - \frac{1}{(1,24)^3}}{0,24} = 3.864$$

CAF este considerată crescătoare pe orizontul de prognoză, cu o valoare anuală fixă, d, de 500:

$$V_{CAF} = \frac{1-(1+r)^{-n}}{r}\left[CAF + \frac{d}{r} + n \times d\right] - \frac{n \times d}{r}$$

$$V_{CAF} = \frac{1-(1{,}24)^{-3}}{0{,}24}\left[1.950 + \frac{500}{0{,}24} + 3 \times 500\right] - \frac{3 \times 500}{0{,}24} = 4.712$$

CAF crește geometric într-un ritm anual, c, de 30%:

$$V_{CAF} = \frac{CAF}{(1+r)^n} \times \frac{(1+c)^n - (1+r)^n}{(1+c)-(1+r)}$$

$$V_{CAF} = \frac{1.950}{(1{,}24)^3} \times \frac{(1+0{,}3)^3 - (1+0{,}24)^3}{(1+0{,}3)-(1+0{,}24)} = 4.944$$

b) Calculul valorii societății prin metoda discounted cash-flow (DCF):

$$V_{DCF} = \frac{CF_1}{1+r} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \ldots + \frac{CF_n}{(1+r)^n} + \frac{V_r}{(1+r)^n}$$

$$V_{DCF} = \frac{1.960}{1{,}24} + \frac{2.225}{(1{,}24)^2} + \frac{2.185}{(1{,}24)^3} + \frac{9.200}{(1{,}24)^3} = 8.999$$

Scanned with OKEN Scanner

6.3. Metoda de capitalizare a beneficiilor

Conform acestei metode, valoarea întreprinderii este egală cu valoarea actuală a beneficiilor viitoare care se capitalizează.

Se consideră că întreprinderea are o durată de viață infinită pentru care beneficiul este constant.

Modelul de calcul al valorii de rentabilitate a întreprinderii este următorul:

$$V = \lim_{n \to \infty} \sum_{n=1}^{\infty} B\,(1+r)^{-n} = \frac{B}{r}$$

unde:

$\frac{1}{r}$ - factor de capitalizare.

Aceste ipoteze sunt considerate prea simple în raport cu complexitatea metodei de actualizare a cash-flow-urilor. Dar ipotezele pe care se bazează metoda capitalizării beneficiilor pot fi argumentate astfel:

- întreprinderile aflate pe poziții monopoliste într-un anumit sector unde cererea este slabă pot fi considerate ca având beneficii constante pe o perioadă de 20-30 ani;
- pentru o întreprindere cotată la bursă, acest model este folosit pentru calcularea ratei de actualizare care îi este specifică:

$$V = \frac{B}{r} \Rightarrow r = \frac{B}{V} = \frac{1}{\frac{V}{B}} = \frac{1}{PER}$$

Scanned with OKEN Scanner

ceea ce presupune că întreprinderea respectă ipotezele anterioare. Cu alte cuvinte, procedeul capitalizării este validat de către piața de capital.

În practică se utilizează mai frecvent următoarele forme ale beneficiului:

- **rezultatul net contabil** sau media simplă ori ponderată, cu sau fără eliminarea extremelor, a rezultatelor pe ultimii 3-5 ani;
- **rezultatul anual mediu distribuit acționarilor** (dividend) net sau brut;
- **capacitatea beneficiară.**

Exemplu pentru societatea GENEVAL

a) capitalizarea rezultatului net contabil RNC, care este de 1.400 (din pasivul bilanțului contabil):

$$V_{RNC} = \frac{RNC}{r}$$

$$V_{RNC} = \frac{1.400}{0,24} = 5.833$$

b) capitalizarea dividendelor de plată D care sunt de 400:

$$V_D = \frac{D}{r}$$

$$V_D = \frac{400}{0,24} = 1.667$$

Scanned with OKEN Scanner

CAPITOLUL 7

METODE DE EVALUARE COMBINATE

Metodele de evaluare combinate lucrează cu expresii mixte ale valorii, care includ în același timp valori de rentabilitate și valori patrimoniale. Aceste metode de evaluare se împart în două categorii:

- metode bazate pe combinarea unei valori patrimoniale cu o valoare de rentabilitate;
- metode bazate pe noțiunea de goodwill.

7.1. Metoda de evaluare bazată pe combinarea unei valori patrimoniale cu una de rentabilitate

Se mai numește metoda practicienilor, metoda germană sau metoda indirectă.

Scanned with OKEN Scanner

Constă în stabilirea unei medii simple sau ponderate între rezultatele furnizate prin cele două moduri alternative de evaluare.

- Varianta cu medie simplă:

$$V = \frac{V_p + V_\eta}{2}$$

unde:

V - valoarea întreprinderii;

V_p - valoarea patrimonială;

V_η - valoarea de rentabilitate.

- Varianta cu medie ponderată:

$$V = \frac{k_1 \times V_p + k_2 \times V_\eta}{k_1 + k_2}$$

unde:

k_1, k_2 - coeficienți de ponderare care țin seama de importanța unei metode bazate pe valori patrimoniale sau pe valori de randament;

k_1, k_2 - nu pot lua valori mai mari de 5.

Exemplu pentru societatea GENEVAL

a) varianta cu medie simplă:

$$V = \frac{V_p + V_\eta}{2}$$

unde:

V_p =ANC (după distribuirea dividendelor)

V_η = RNC

Scanned with OKEN Scanner

$$V = \frac{7.000 + 1.400}{2} = 4.200$$

b) varianta cu medie ponderată:

$$V = \frac{k_1 \times V_p + k_2 \times V_{rl}}{k_1 + k_2}$$

Fie

$k_1 = 2$

$k_2 = 3$

$$V = \frac{2 \times 7.000 + 3 \times 1.400}{5} = 3.640$$

În cadrul metodelor de combinare a unei valori patrimoniale și a unei valori de rentabilitate se înscrie și cea precizată în HG nr. 457/15 august 1997 pentru aprobarea Normelor metodologice privind procedurile de privatizare și condițiile de organizare și desfășurare a vânzărilor de acțiuni, de părți sociale și de active.

Metoda se aplică în vederea evaluării acțiunilor sau părților sociale ale societăților comerciale care se vând prin licitație publică. Valorile astfel determinate servesc stabilirii prețului de ofertă al vânzătorului și fac obiectul unui raport de evaluare simplificat.

Prețul de ofertă pe acțiune se calculează după formula:

$$\text{Preț de ofertă / acțiune} = \frac{k \times V_{ANC} + (1 - k)\, P_{nm}}{N}$$

unde:

V_{ANC} - valoarea activului net contabil care se determină pe baza datelor cuprinse în ultima balanță de verificare întocmită de către societatea comercială supusă privatizării;

k - un coeficient specific sectorului de activitate al societății, indicat în Anexa nr.27 la Normele metodologice prezentate;

N - numărul total de acțiuni emise de societate;

P_{nm} - media profitului net pe ultimii patru ani la care s-au aplicat indicii de inflație comunicați de Comisia Națională pentru Statistică.

$$P_{nm} = \frac{P_{n94} \times I_{95} \times I_{96} \times I_{97} + P_{n95} \times I_{96} \times I_{97} + \ldots + P_{n96} \times I_{97} + Z}{4}$$

unde:

P_{n94}, P_{n95}, P_{n96} - profitul net realizat în anul 1994,1995, respectiv 1997;

I_{95}, I_{96} - indicii de inflație pentru anii 1995 și 1996;

I_{97} - indicele de inflație de la începutul anului 1997 până în luna ultimei balanțe de verificare;

Z - profitul net anual extrapolat pentru anul 1997 care este calculat după formula:

$$Z = \frac{Y_n}{n} \times 12$$

unde:

Y_n - profitul net cumulat preluat din ultima balanță de verificare sintetică;

n - numărul de luni care au trecut de la începutul anului până la data întocmirii ultimei balanțe de verificare.

Scanned with OKEN Scanner

7.2. Metode de evaluare bazate pe noțiunea de goodwill

Goodwill-ul, care provine din limba engleză desemnând bunăvoință, se utilizează în limbajul de evaluare indicând atitudinea favorabilă a pieței față de întreprindere. Goodwill-ul poate fi definit ca supervaloarea generată de exploatarea întreprinderii ce există peste valoarea patrimonială sau concretă a acesteia. Cu alte cuvinte, întreprinderea nu dispune doar de valori concrete, cuantificabile cu ușurință prin metode directe, ci și de elemente intangibile, care constituie sursa unei părți din valoarea sa globală.

Goodwill-ul este măsura valorii elementelor intangibile care nu pot fi în totalitate evaluate și înregistrate în contabilitate (deci nu intră în calculul valorilor patrimoniale obținute pe baza bilanțului contabil, ca de exemplu activul net contabil) cum sunt: reputația, superioritatea produselor, amplasamentul, clientela, bonitatea și solvabilitatea față de terți, poziția față de organismele publice și administrative, competența tehnică, comercială, managerială [35].

O prezentare sintetică a surselor goodwill-ului o constituie capacitatea managerului de a gestiona mijloacele sale de producție, adică de a produce și de a-și comercializa produsele [18].

În concluzie, goodwill-ul intră în componența valorii globale a întreprinderii alături de valoarea patrimonială a acesteia, care este de obicei activul net contabil. Valoarea globală a întreprinderii este o valoare acceptată de un eventual cumpărător, care apreciază aptitudinea întreprinderii de a obține profit într-un cadru de exploatare dat (mijloace de producție, personal, stocuri, piețe) și se determină astfel:

$$V = ANC + GW \Rightarrow GW = V - ANC$$

Scanned with OKEN Scanner

unde:

V - valoarea întreprinderii;

ANC - activ net contabil;

GW - goodwill.

Dacă capitalul investit, exprimat prin ANC, este prost valorificat, el va produce un beneficiu (B) mai mic decât el însuși. În acest caz ANC este mai mare decât B, obținându-se un badwill.

$$BW = ANC - V$$

Badwill-ul, care se mai numește goodwill negativ, poate să apară atunci când întreprinderea își folosește prost mijloacele de producție (activele materiale) în ciclul de exploatare. El reflectă o insuficiență a rentabilității întreprinderii, care nu este generată de riscul economic (industrial) al sectorului de activitate căruia aceasta îi aparține.

În cazul existenței unui badwill pentru o întreprindere dată, valoarea globală a acesteia va fi decotată, fiind mai mică decât valoarea patrimonială. Uneori, scăderea valorii întreprinderii se oprește la valoarea sa lichidativă sau de lichidare.

Metodele de evaluare bazate pe noțiunea de goodwill costau în estimarea goodwill-ului care este apoi adăugat valorii patrimoniale pentru a degaja valoarea întreprinderii. Ele au la bază formula:

$$V = GW + ANC$$

Scanned with OKEN Scanner

În cadrul acestei categorii de metode cele mai utilizate sunt următoarele:

a) Metoda directă, care constă în reconstituirea și măsurarea cheltuielilor necesare pentru obținerea goodwill-ului.

Uneori goodwill-ul este echivalent cu fondul de comerț (la întreprinderile productive). La întreprinderile comerciale, fondul de comerț diferă de goodwill pentru că include și elemente materiale necesare obiectului lor de activitate [35].

Metoda nu este posibil de aplicat decât întreprinderilor nou înființate sau în perioada de lansare, când pot fi mai ușor cuantificate aceste cheltuieli.

b) Metoda bazată pe capitalizarea unui superprofit (metoda anglo-saxonă).

Pentru explicarea ei se presupune o întreprindere ale cărei capitaluri proprii au o valoare patrimonială ANC și a cărei exploatare se presupune că va aduce un beneficiu previzionat constant, B. Metoda presupune că nu există superprofit decât din momentul în care rentabilitatea degajată de întreprindere (care îmbracă forma beneficiului previzionat) este mai mare decât cea care s-ar obține plasând pe piață (piața financiară sau sectorul de activitate al întreprinderii) un capital echivalent cu ANC. Prin urmare, rentabilitatea așteptată de la ANC se obține înmulțind ANC cu rata rentabilității observată la întreprinderile aceluiași sector și cu caracteristici asemănătoare care se notează cu i.

Scanned with OKEN Scanner

Superprofitul sau supervaloarea se obține dacă beneficiul previzionat B este mai mare decât rentabilitatea capitalurilor proprii (i x ANC).

$$S_p = B - i \times ANC$$

Pentru a se ajunge la goodwill trebuie să se determine suma acestor supervalori capitalizate aplicând factorul de capitalizare $\frac{1}{r}$.

$$GW = \frac{B - i \times ANC}{r}$$

¤ Observație:

- supervalorile sunt constante la infinit;
- rata neutră **i** este diferită ca mărime de rata de actualizare **r** datorită particularităților întreprinderii în raport cu sectorul său.

Dacă **i** corespunde întregului sector, **r** este rata de actualizare specifică capitalurilor proprii ale întreprinderii, care ține seama nu numai de rentabilitatea obiectivă a pieței (rata neutră), ci și de riscul de exploatare și financiar specifice întreprinderii (prima de risc).

Existența riscului în formulă se justifică prin aceea că nu există garanția perpetuării în viitor a GW sau BW actual.

Valoarea întreprinderii se obține astfel:

$$V = ANC + \frac{B - i \times ANC}{r}$$

Scanned with OKEN Scanner

Exemplu pentru societatea GENEVAL

- i = rata de plasament fără risc
- i = 19%
- B = RNC

$$V = 7.000 + \frac{1.400 - 0{,}19 \times 7.000}{0{,}24} = 7.292$$

¤ Se observă că societatea dispune de un goodwill care majorează valoarea intrinsecă a activelor sale.

c) Metoda rentei goodwill-ului (metoda experților contabili).

Este mai credibil ca superprofitul să fie produs în cursul unei perioade limitate de timp împărțită în n perioade sau ani.

Goodwill-ul rezultă din actualizarea unei rente pe un orizont de prognoză finit de n ani, care corespunde diferenței între rezultatul observat B și remunerarea normală (cu rata i) a capitalului investit în întreprindere.

Astfel, GW se determină prin actualizarea unei serii viitoare de anuități ale rentei conform formulei:

$$GW = \sum_{t=1}^{n} \frac{B - i \times ANC}{(1+r)^t}$$

Ținând cont că superprofitul care se actualizează este constant pe un număr finit de ani, această expresie se simplifică astfel:

$$GW = (B - i \times ANC) \times \frac{1-(1+r)^{-n}}{r}$$

Scanned with OKEN Scanner

Valoarea întreprinderii se obține astfel:

$$V = ANC + (B - i \times ANC) \times \frac{1 - (1+r)^{-n}}{r}$$

Exemplu pentru societatea GENEVAL

- B = RNC
- n = 3

$$V = 7.000 + (1.400 - 0,19 \times 7.000) \times \frac{1 - (1,24)^{-3}}{0,24} = 7.139$$

d) Metode de obținere a goodwill-ului prin multiplicarea unor rezultate cu un coeficient determinat de evaluator, pe baza analizei și diagnosticului, care poate lua valori între 1,5 și 5 [35]. Aceste metode se aplică în cazul întreprinderilor mici și mijlocii.

$$V = ANC + k \times Rezultat$$

Rezultatul poate fi profitul net contabil, fluxul de trezorerie disponibilă (cash-flow) sau cifra de afaceri (aceasta fiind folosită la evaluarea întreprinderilor comerciale cu amănuntul, cu ocazia vânzării lor).

Exemplu pentru societatea GENEVAL

- R = RNC
- k = 3

$$V = 7.000 + 3 \times 1.400 = 11.200$$

Scanned with OKEN Scanner

e) Metoda remunerării valorii substanțiale brute (VSB) [35].

VSB
=
(Total activ - Fond comercial)
+
Bunuri pe care le folosește întreprinderea dar nu este proprietară
-
Bunuri pe care nu le folosește întreprinderea deși este proprietară

VSB, care este o altă valoare patrimonială, va înlocui ANC în formulele de determinare a GW:

- în cazul capitalizării unui superprofit constant pe o perioadă infinită de timp:

$$GW = \frac{B - i \times VSB}{r}$$

Valoarea întreprinderii se obține astfel:

$$V = ANC + \frac{B - i \times VSB}{r}$$

- în cazul actualizării unei rente a goodwill-ului:

$$GW = (B - i \times VSB) \times \frac{1 - (1 + r)^{-n}}{r}$$

Valoarea întreprinderii se obține astfel:

$$V = ANC + (B - i \times VSB) \times \frac{1 - (1 + r)^{-n}}{r}$$

Scanned with OKEN Scanner

Exemplu pentru societatea GENEVAL

- VSB = 33.372
- B = RNC

$$V = 7.000 + (1.400 - 0,19 \times 33.372) \times \frac{1 - (1,24)^{-3}}{0,24} = -2.789$$

¤ Se observă că prin aplicarea acestei metode valoarea societății este negativă datorită faptului că există o discrepanță între valoarea activelor (reprezentate de VSB) pe care le utilizează și rezultatul obținut în urma utilizării acestora. Astfel, această metodă se va utiliza în combinație cu alte metode de evaluare.

f) Metoda remunerării capitalurilor permanente necesare exploatării (CPNE) (metoda lui Barnay și Calba).

CPNE = Imobilizări de exploatare + NFR de exploatare

Goodwill-ul se determină astfel:

- în cazul capitalizării unui superprofit constant pe o perioadă infinită de timp:

$$GW = \frac{B - i \times CPNE}{r}$$

Valoarea întreprinderii se obține astfel:

$$V = ANC + \frac{B - i \times CPNE}{r}$$

Scanned with OKEN Scanner

- în cazul actualizării unei rente a goodwil-ului:

$$GW = (B - i \times CPNE) \times \frac{1 - (1 + r)^{-n}}{r}$$

Valoarea întreprinderii se obține astfel:

$$V = ANC + (B - i \times CPNE) \times \frac{1 - (1 + r)^{-n}}{r}$$

Exemplu pentru societatea GENEVAL

- CPNE = 15.200

$$V = 7.000 + (1.400 - 0{,}19 \times 15.200) \times \frac{1 - (1{,}24)^{-3}}{0{,}24} = 4.052$$

Scanned with OKEN Scanner

Scanned with OKEN Scanner

CAPITOLUL 8

METODE DE EVALUARE BURSIERE

8.1. Acțiunea și valorile care îi corespund

Acțiunea poate fi definită ca o formă particulară de creanță a unui investitor care în momentul cumpărării acțiunii a creditat întreprinderea printr-un transfer de avere: lichidități, active imobilizate corporale, necorporale sau financiare, stocuri.

Acțiunea prezintă următoarele caracteristici [14]:

- fiecare acțiune reprezintă o parte indivizibilă, de valoare egală, din capitalul social al întreprinderii;
- capitalul reprezentat de acțiunile deținute nu poate fi separat și gestionat de către un acționar;
- acțiunea se poate vinde, drepturile vânzătorului asupra întreprinderii fiind transferate cumpărătorului;

- acțiunea asigură deținătorului său dreptul la vot, dreptul la dividend și eventual dreptul de preempțiune la subscrierea noilor emisiuni;
- în cazul falimentului și lichidării întreprinderii, salariații și creditorii întreprinderii au prioritate la încasarea sumelor ce li se cuvin în fața deținătorilor de acțiuni.

Valoarea intrinsecă a acțiunii se poate determina printr-o evaluare contabilă sau economică, astfel:

- în cazul evaluării contabile, acțiunea are o valoare nominală care se calculează raportând capitalul social al întreprinderii la numărul de acțiuni;
- în cazul evaluării economice, valoarea intrinsecă a acțiunii se determină prin raportarea valorii economice a întreprinderii la numărul de acțiuni care intră în componența capitalului său social.

Valoarea întreprinderii poate fi determinată prin aplicarea metodelor de evaluare clasice (patrimoniale, bazate pe rentabilitate, combinate) sau a metodelor bursiere.

Stabilirea **valorii economice** a acțiunilor unei întreprinderi este necesară în următoarele situații [35]:

- când are loc majorarea capitalului social și se impune stabilirea prețului de emisiune al noilor acțiuni, pornindu-se de la valoarea intrinsecă a acestora;
- când se fac înscrieri la bursă, pentru a-i stabili cotația;
- când se fac tranzacții la bursă cu acțiuni proprii sau ale altor întreprinderi;

Scanned with OKEN Scanner

- în tranzacții de genul fuziunilor și scindărilor, când este necesară cunoașterea valorii acțiunilor întreprinderilor participante la operație, în vederea stabilirii parității dintre ele;
- pentru comparații cu alte întreprinderi cotate;
- pentru orice altă operație care a impus evaluarea întreprinderii.

Dintre momentele enumerate, metodele bursiere sunt utilizate în special pentru stabilirea valorii acțiunii atunci când întreprinderea este introdusă la bursă sau când alți terți doresc evaluarea sa pe durata cotării la bursă. Acești terți sunt analiști financiari, agenți de bursă sau deținători de portofolii care se folosesc de informațiile publicate de către întreprinderile cotate pentru a le determina valoarea.

De asemenea, metodele bursiere pot fi utilizate și în celelalte momente ale stabilirii valorii acțiunilor sau în negocieri private, cu toate că nu pot utiliza aceleași date analitice pe care se bazează metodele clasice de evaluare.

8.2. Cursul acțiunii

Metodele de evaluare bursiere se bazează pe cursul acțiunilor societăților cotate care reflectă modul cum sunt acestea evaluate de către piața financiară.

Cursul sau cotația unor titluri (în particular acțiuni), numită în termeni bursieri **rating**, permite unor organisme independente să formuleze o apreciere sintetică asupra calității respectivelor titluri

Scanned with OKEN Scanner

care constă, în principal, în evaluarea riscului pe care îl prezintă acestea.

Cursul bursier depinde atât de factori interni întreprinderii cât și de factori externi. În consecință, pentru aplicarea metodelor bursiere de evaluare trebuie să se țină seama de:

- evoluția cursurilor trecute și a politicii de dividende, considerată ca un semnal emis către acționari și investitori.

Altfel spus se impune un studiu retrospectiv al caracteristicilor fundamentale ale întreprinderii, pe baza căruia se pot previziona evoluțiile viitoare, anticipând fie o continuitate, fie inflexiuni, fie rupturi în raport cu trecutul [12].

- fenomenele pieții care pot afecta aprecierea titlurilor, independent de performanțele intrinseci ale întreprinderii.

În acest caz se impune o anticipare macroeconomică sau sectorială referitoare la evoluția previzibilă a cererii adresate pieții pe care se desfac produsele întreprinderii, la perspectivele concurenței, la calitatea sistemului de comunicare financiară a întreprinderii și la fenomenele tehnice.

Se pune întrebarea dacă cotația bursieră reflectă cu adevărat valoarea reală (intrinsecă) a întreprinderii sau nu. În acest sens există două teorii[32]:

- teoria **random walk** (evoluție aleatoare), conform căreia analiza bursieră pe mai mulți ani (a cursului, a volumului tranzacțiilor, a indicatorilor bursieri) nu poate anticipa, pe baze științifice, evoluția viitoare a întreprinderii;
- teoria **eficient market hypothesis**, conform căreia, la ora actuală, datorită folosirii sistemelor moderne de prelucrare,

Scanned with OKEN Scanner

pe baza modelelor matematico-economice, a indicatorilor bursieri și de comunicare a acestora, cursul acțiunilor reflectă fidel valoarea reală a acestora.

Pentru ca întreprinderii să-i corespundă o cotație bursieră cât mai pertinentă, în practica evaluărilor bursiere s-au definit niște condiții, pe care aceasta trebuie să le îndeplinească și care sunt [35]:

- să coteze la burse importante, recunoscute, puternice, naționale sau internaționale;
- să coteze la mai multe burse;
- să tranzacționeze frecvent acțiuni;
- să tranzacționeze puține acțiuni pe o tranzacție;
- să aibă un volum mare de acțiuni tranzacționate.

8.3. Metode de evaluare bursiere

În literatura financiară au fost elaborate mai multe modele de evaluare a acțiunilor unei societăți cotate. Toate aceste modele pornesc de la rezultatele trecute sau curente și estimează evoluția lor viitoare. Estimarea valorii viitoare a rezultatelor întreprinderii este urmată de o actualizare. Deci se poate spune că toate metodele de evaluare bursieră sunt de factură actuarială. Acestea se diferențiază în:

- metode de evaluare prin dividende;
- metode de evaluare a întreprinderilor "în creștere".

Scanned with OKEN Scanner

Metode de evaluare prin dividende

În optica bursieră, venitul așteptat din investiția în acțiuni a acționarului minoritar este dividendul pe care el îl va primi. Acesta are în vedere o perioadă finită sau infinită de timp.

Prin urmare, valoarea prezentă a unei acțiuni (V_0) este egală cu suma actualizată a dividendelor viitoare anticipate generate de acțiunea respectivă.

- Metoda lui Irving Fisher

$$V_0 = \sum_{t=1}^{n} \frac{D_t}{(1+k)^t} + \frac{V_n}{(1+k)^n}$$

unde:

t - număr de ani de previziune finit;

D_t - dividend plătit în anul t;

k - rata de rentabilitate cerută de acționar care este egală cu rata de capitalizare a pieții;

V_n - valoarea acțiunii în anul n.

O acțiune poate fi asimilată unui activ cu VAN (valoarea actuală netă) nulă. VAN este diferența, exprimată în unități monetare de azi, dintre valoarea degajată de o investiție și costul acesteia.

În cazul acestui model actuarial, se observă că valoarea generată de acțiune (investiție) este egală cu costul său, care reprezintă cheltuiala suportată de acționarul care o cumpără azi (V_0). VAN este egală cu zero. Prin urmare, pentru a se obține un superprofit, se presupune o anumită eficiență a pieței care

Scanned with OKEN Scanner

cotează această acțiune. Altfel spus nu se mai așteaptă trecerea celor n ani în care se amortizează investiția în acțiune, ci aceasta se vinde pe piață la un preț convenabil pentru acționar.

Exemplu pentru societatea GENEVAL

Se cunosc următoarele date:

- $t = 3$
- $D_1 = 30$; $D_2 = 36$; $D_3 = 43$
- $k = 19\%$
- $V_3 = 900$

$$V_0 = \frac{30}{(1+0,19)} + \frac{36}{(1+0,19)^2} + \frac{43}{(1+0,19)^3} + \frac{900}{(1+0,19)^3}$$

$V_0 = 610$

- **Modelul Gordon-Shapiro simplificat [17]**

Formula lui I. Fisher este puțin operațională pentru că în practică este dificil să se estimeze exact evoluția viitoare a dividendelor. Atunci se admite că dividendele cresc cu o rată g, constantă și inferioară lui k. Orizontul modelului nu mai este limitat, ci infinit.

$$V_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+k)^t}$$

unde:

$D_t = D_0 (1 + k)^t$

D_0 - dividendul anului evaluării.

Scanned with OKEN Scanner

$$V_0 = D_0 \sum_{t=1}^{\infty} \left(\frac{1+g}{1+k} \right)^t \text{, în ipoteza } k > g$$

Dacă t tinde spre infinit,

$$V_0 = \frac{D_0 \ (1+g)}{k-g}$$

$$V_0 = \frac{D_1}{k-g}$$

unde:

D_1 - dividendul anului următor evaluării care poate fi anticipat pentru că este decis în funcție de rezultatele anului evaluării.

Oportunitățile de creștere a valorii acțiunii (V_0) constau în aprecierea ratei de creștere a dividendelor g.

Aceasta depinde în același timp de rata de rentabilitate viitoare a capitalurilor proprii sau rentabilitatea financiară k_f și de rata de distribuire a dividendelor d. În ipoteza creșterii celor două rate pe o perioadă lungă se poate scrie:

$$g = (1-d) \times k_f$$

$$\Rightarrow V_0 = \frac{D_1}{k - (1-d) \cdot k_f} \quad (1)$$

Estimarea rentabilității financiare viitoare a întreprinderii k_f se poate face prin două metode:

- metoda efectului de levier și
- modelul echilibrului activelor financiare.

Scanned with OKEN Scanner

- **Metoda efectului de levier**

Așa cum s-a prezentat într-un capitol anterior, se pornește de la formula de dependență a rentabilității financiare de rentabilitatea economică, de mărimea finanțării prin împrumuturi și de rata dobânzii. Dacă se ia în calcul și impozitul pe profit, acesta va fi a patra variabilă introdusă în formula de determinare a rentabilității financiare:

$$k_f = \left[k_e + (k_e - i) \cdot \frac{D}{C} \right] (1 - T)$$

unde:

k_f - rentabilitatea financiară;

k_e - rentabilitatea economică;

i - rata medie a dobânzii la datoriile financiare;

D - datorii financiare;

C - capitaluri proprii;

T - cota de impozit pe profit.

Ținând seama că rata de creștere a dividendelor g depinde de rentabilitatea financiară k_f, rezultă că se pot obține mai multe ipoteze de creștere a dividendelor în funcție de previziunile făcute în materie de rentabilitate economică k_e și de rată a dobânzii i.

- **Modelul echilibrului activelor financiare [18]**

Conform acestui model, rata de rentabilitate sperată a unui activ supus riscului este egală cu suma ratei de plasament fără risc (a unor obligațiuni de stat sigure) și a unei prime de risc. Prima de risc este egală cu diferența dintre rata de rentabilitate

Scanned with OKEN Scanner

sperată a pieței și rata de plasament fără risc, multiplicată cu un coeficient β numit coeficient de volatilitate a acțiunii.

$$k_j = k_F + (k_M - k_F) \cdot \beta_j$$

unde:

k_j - rata de rentabilitate sperată a acțiunii j;

k_F - rata de plasament fără risc; $k_F < k_M$

k_M - rata de rentabilitate sperată a pieței;

β_j - coeficient de volatilitate a acțiunii j.

$$\beta_j = \frac{\rho_{jM} \cdot \sigma_j \cdot \sigma_M}{\sigma^2_M}$$

unde:

$\rho_{jM} \cdot \sigma_j \cdot \sigma_M$ reprezintă covarianța rentabilității acțiunii și a rentabilității pieței;

σ^2_M reprezintă varianța rentabilității pieței.

Valorile pe care le poate lua coeficientul de volatilitate a acțiunii se interpretează astfel:

- dacă: $\beta_j = 1 \Rightarrow k_j = k_M$
- dacă: $\beta_j > 1 \Rightarrow k_j > k_M$
- dacă: $\beta_j < 1 \Rightarrow k_j < k_M$

Deci, pentru a evalua rata de rentabilitate sperată a acțiunii este suficient să se estimeze la termen rata de plasament fără risc, rata de rentabilitate sperată a pieței și coeficientul β al acțiunii.

Modelul Gordon-Shapiro simplificat este mai puțin aplicat în practică pentru că este puțin probabil ca dividendele să crească la infinit cu rata g, mai ales dacă g este destul de ridicat la începutul

Scanned with OKEN Scanner

activității întreprinderii. În plus, în plan practic se constată la majoritatea întreprinderilor o instabilitate a politicii dividendelor.

Exemplu pentru societatea GENEVAL

Se cunosc următoarele date:

- dividendul din anul următor evaluării $D_1 = 30$
- rata de distribuție a dividendelor $d = 40\%$
- rata de rentabilitate financiară $k_f = 25\%$
- rata de rentabilitate cerută de acționar $k = 19\%$

Se dorește determinarea valorii actuale a acțiunii (V_0).

$$V_o = \frac{D_1}{k - g} = \frac{D_1}{k - (1 - d) \cdot k_f}$$

$$V_o = \frac{30}{0{,}19 - (1 - 0{,}4) \cdot 0{,}25} = 750$$

- O altă interpretare dată formulei lui Gordon-Shapiro este următoarea [27]:

Se observă că V_0 depinde de două valori actualizate:

- prima este $\frac{D_1}{k}$, adică dividendul din primul an actualizat la infinit, care corespunde beneficiului pe o acțiune BPA_1, în cazul creșterii nule a acestuia;
- a doua corespunde oportunităților de creștere a dividendelor care se actualizează, obținându-se valoarea actualizată a oportunităților de creștere VAOC.

Scanned with OKEN Scanner

Atunci se poate scrie:

$$V_0 = \frac{D_1}{k} + VAOC$$

În continuare pot apărea două cazuri:

- dacă:

  g = 0 (creștere a dividendelor zero) și
  d = 1 (rata de distribuție a beneficiului este maximă)

  atunci VAOC = 0, iar

$$V_0 = \frac{D_1}{k} = \frac{BPA_1}{k}$$

- dacă g>1 (fază de creștere a dividendelor)

$$V_0 = \frac{BPA_1}{k} + VAOC \quad \textbf{(2)}$$

¤ Se poate spune că față de formula (1), în formula (2) rata de distribuire a dividendelor d este inclusă în primul termen $\frac{D_1}{d} = BPA$, urmând ca al doilea termen să reflecte veniturile obținute prin investirea sumelor nedistribuite acționarilor în întreprindere.

Deci, VAOC reprezintă valoarea netă actualizată a beneficiilor anuale reinvestite pe un orizont infinit de timp. Aceste dividende nedistribuite vor costa k și vor aduce k_f (rentabilitatea lor). Cu alte cuvinte, VAOC este diferența dintre rentabilitatea financiară proprie întreprinderii (k_f) și rata de fructificare a aceluiași capital pe piață (k).

Scanned with OKEN Scanner

- **Modelul Gordon-Shapiro elaborat**

Este o particularizare a modelului Gordon-Shapiro simplificat, care nu folosește o rată unică de creștere a dividendelor g, ci două rate de creștere, cu mărimi diferite pentru perioade diferite.

Astfel, pentru intervalul $t \in [1,n]$:

- g_1 - rata anuală de creștere a dividendului pe perioada de la 1 la q;
- g_2 - rata anuală de creștere a dividendului pe perioada de la q+1 la n.

Față de modelul Gordon-Shapiro simplificat, a cărui formulă de calcul este:

$$V_0 = D_0 \sum_{t=1}^{n} \left(\frac{1+g}{1+k} \right)^t$$

Modelul Gordon-Shapiro elaborat se scrie:

$$V_0 = D_0 \left[\sum_{t=1}^{q} \left(\frac{1+g_1}{1+k} \right)^t + \left(\frac{1+g_1}{1+k} \right)^q \times \frac{1}{k-g_2} \right] \quad [7]$$

Modele de evaluare a întreprinderilor „în creștere"

Este vorba de întreprinderi care oferă o puternică creștere a dividendelor mai ales în prima perioadă a orizontului de prognoză. Aceste modele au apărut datorită inconvenientelor prezentate de modelele clasice de evaluare prin dividende, care utilizau valoarea **g** de creștere a dividendelor pe o perioadă infinită de timp. Dar **g** nu poate fi foarte ridicat pe o perioadă infinită de timp, ori în cazul întreprinderilor puternice, care oferă anual o creștere importantă a dividendelor, modelele acestea nu mai corespund. Alt inconvenient al vechilor modele este că pleacă de la premisa că **g<k**, ori în cazul întreprinderilor în creștere, în prima perioadă de timp **g>k**. De aceea au apărut noi modele care abordează mai multe perioade , în cadrul cărora, la începutul perioadei de previziune **g>k**.

Metodele de evaluare a întreprinderilor „în creștere" se bazează, în contextul aprecierii rezultatelor deja înregistrate, pe indicatorul bursier **Price Earning Ratio (PER)**.

PER se mai numește multiplicator bursier sau coeficient de capitalizare bursieră. Este un raport între curs și beneficiu, care poate fi exprimat:

- în termeni globali (pe întreprindere):

$$PER = \frac{\text{Capitalizare bursieră}}{\text{Beneficiu global}}$$

- în termeni unitari:

$$PER = \frac{\dfrac{\text{Curs bursier}}{\text{acțiune}}}{\dfrac{\text{Beneficiu}}{\text{acțiune}}} \quad [12]$$

Scanned with OKEN Scanner

PER arată în cât timp se recuperează investiția făcută prin cumpărarea unei acțiuni pe seama beneficiilor primite de investitori sub forma dividendelor.

PER reprezintă inversul rentabilității așteptate de investitor, măsurată prin compararea beneficiului cu valoarea bursieră a întreprinderii.

Analiza indicatorului permite:

a) Aprecierea raționamentelor celor interesați să anticipeze evoluția societății cotate [35].

Astfel,

- dacă $PER_{al\ societății} > PER_{pieții(mediu)}$ înseamnă că societății i se atribuie o rentabilitate mai slabă în prezent dar investitorii estimează o creștere a rezultatelor sale în viitor, motiv pentru care plătesc prețul actual (care este mai mare decât al celorlalte acțiuni care oferă poate același beneficiu).

Exemplu:

- se constată la Bursă un $PER_{mediu} = 4$;
- pe baza acestuia se determină rentabilitatea medie prezentă care este egală cu 1/4 = 25%.

Atunci, un PER al unei întreprinderii **X** egal cu 5 conduce la situația: $PER_X > PER_{mediu}$. Aceasta arată că piața acceptă pentru titlul în cauză o mai mică rentabilitate prezentă (mai mică decât a pieții) pentru că este convinsă că întreprinderea va avea o evoluție mai bună în viitor. Rentabilitatea întreprinderii **X** este de 20%, deci mai mică decât rentabilitatea pieții care este de 25%.

Rata rentabilității întreprinderii X stabilită la 20% se mai poate interpreta astfel [35]:

- fie capitalizarea capitalului investit la o rată de 20%;

♦ fie 5 ani de acumulare a beneficiului și de recuperare a investiției dacă beneficiul actual nu se modifică.

- dacă $PER_{\text{al societății}} < PER_{\text{mediu}}$ înseamnă că societății i se atribuie o rentabilitate bună în prezent dar investitorii nu au încredere în evoluția sa viitoare.

b) Explicarea a posteriori a formării cursului acțiunii, prin relația:

$$\frac{\text{Curs}}{\text{acțiune}} = \frac{\text{Beneficiu}}{\text{acțiune}} \times \text{PER}$$

¤ Această relație demonstrează că, pentru același beneficiu pe acțiune, valoarea acțiunilor este cu atât mai mare cu cât coeficientul bursier este mai ridicat.

c) Stabilirea ratei de actualizare a unor rezultate.

PER este considerat echivalentul inversului ratei de actualizare.

$$\text{PER} \approx \frac{1}{r}$$

¤ Cel care stabilește rata de actualizare a rezultatelor unei societăți pornește de la PER-ul publicat pentru această societate sau pentru o alta cu caracteristici și rezultate asemănătoare celei evaluate.

Exemplu: știind că PER al unei întreprinderi este de 5, rezultă că rata de actualizare care îi corespunde este de 20%.

Scanned with OKEN Scanner

- **Modelul lui Bates**

Acest model presupune împărțirea orizontului de prognoză în două subperioade din care prima ar putea fi o fază de creștere a dividendelor cu o rată g superioară ratei de rentabilitate (randament) cerută de acționar k. Această primă subperioadă este, în general, cuprinsă între 1 și 10 ani.

Modelul lui Bates constă în efectuarea unui calcul pe o perioadă finită de timp care corespunde creșterii puternice a dividendului. Calculul se referă la PER actual al acțiunii și ține seama de ipotezele formulate în materie de creștere a dividendelor, de rentabilitate, de distribuție a dividendelor, precum și de PER existent la sfârșitul perioadei de creștere maximă.

Concret, modelul lui Bates include cinci variabile:

- rata de rentabilitate cerută de acționar (**k**);
- perioada de creștere a dividendului (inclusă în orizontul de prognoză) (**n**);
- rata de creștere a beneficiului pe acțiune pe această perioadă (**g**);
- rata de distribuție a dividendelor (**d**);
- PER-ul la care acționarul va trebui să revândă acțiunea pentru a realiza rata de rentabilitate cerută de el (PER-ul prevăzut în ultimul an al perioadei de creștere, $\mathbf{PER_n}$).

De aceste cinci variabile depinde PER-ul inclus în formula de calcul a cursului sau valorii actuale a acțiunii.

Se știe că: $PER = \frac{\text{curs /acțiune}}{\text{beneficiu /acțiune}} = \frac{V}{BPA}$

PER este influențat de cele cinci variabile menționate. Altfel spus se determină un indiciu pentru prețul la care poate fi cumpărată acțiunea astăzi, ținând cont de factorii de influență, inclusiv rata de creștere g în perioada cu cea mai bună creștere.

Formula lui Bates este următoarea:

$$m = \frac{M + 10d \times B}{A}$$

unde:

m = PER constatat în anul zero;

M = PER prevăzut în anul n (an final al perioadei de creștere);

d = rata de distribuție a dividendelor.

$$A = \left(\frac{1+k}{1+g}\right)^n$$

$$10B = \left(\frac{1+g}{g-k}\right) \cdot (1 - A)$$

Bates a stabilit tabele de calcul care dau rata de rentabilitate cerută de acționar (pe coloană) în raport cu rata de creștere anuală a dividendelor (pe linie) pentru diferite perioade de creștere n (1,2, ...,10).

Acest model se aplică pentru evaluarea întreprinderilor cu comportament atipic la început (creștere excepțională) dar care, în timp, este posibil să se alinieze normelor sectoriale. Dacă evaluarea întreprinderii se face în scopul cotării la Bursă, prin cunoașterea lui g, k și d se poate determina PER și implicit valoarea pe acțiune.

Scanned with OKEN Scanner

Exemplu pentru societatea GENEVAL

Se cunosc următoarele:

- PER actual = 8
- rata de rentabilitate cerută de acționar k = 20%
- rata de creștere a beneficiului pe acțiune g = 25%
- perioada de creștere a dividendului n = 5 ani
- rata de distribuție a dividendelor d = 40%

Se dorește determinarea lui PER_n care să permită atingerea rentabilității dorite.

$$m = \frac{M + 10d \times B}{A}$$

$$8 = \frac{M + 10 \times 0{,}4 \times B}{A}$$

A = 0,82 (din tabelul lui Bates)

B = 0,46 (din tabelul lui Bates)

$$M = 8 \times A - 4 \times B = 8 \times 0{,}82 - 4 \times 0{,}46 = 4{,}72$$

- **Modelul lui Holt [27]**

Acesta determină durata de creștere excepțională a cursului unei valori de creștere, pentru a ajuta investitorii să determine dacă PER-ul acestei valori, observat pe piață, este justificat sau nu. Altfel spus, modelul calculează numărul de ani de creștere avut în vedere la stabilirea PER actual.

Se pornește de la formula:

Scanned with OKEN Scanner

$$V_0 = BPA_0 \sum_{t=1}^{DR} \left(\frac{1+g}{1+k} \right)^t$$

unde:

DR - este durata de creștere excepțională.

Dezvoltând suita geometrică și introducând PER_0 (m) se obține:

$$m = \left[\frac{1+g}{k-g} \right] \left[1 - \left(\frac{1+g}{1+k} \right)^{DR} \right]$$

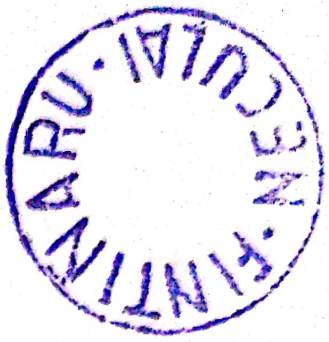
de unde:

$$\Rightarrow DR = \frac{\log \left[\left(\frac{1+g}{k-g} - m \right) \left(\frac{k-g}{1+g} \right) \right]}{\log \left(\frac{1+g}{1+k} \right)}$$

Durata de creștere astfel calculată este cea estimată de investitor, care va trebui să o compare cu durata de creștere estimată de piață și să acționeze în consecință dacă observă că există diferențe. De exemplu este indicată cumpărarea de acțiuni dacă durata de creștere a unei acțiuni este mai lungă decât cea estimată de piață.

Scanned with OKEN Scanner

Scanned with OKEN Scanner



CAPITOLUL 9

EVALUAREA ELEMENTELOR INTANGIBILE

9.1. Cadrul general

Elementele intangibile sunt elemente nemateriale sau investiții care nu pot fi percepute prin atingere, care pot sau nu să fie înregistrate în contabilitatea întreprinderii, dar care contribuie la menținerea și dezvoltarea activității întreprinderii [35].

Evaluarea activelor intangibile are importanță deosebită în cazul achizițiilor de întreprinderi, când se iau în calcul elemente care nu se pot citi din bilanț dar care le dau acestora un plus de valoare.

Elementele intangibile trebuie să facă obiectul unor demersuri specifice din două motive:

- în primul rând, metodele de evaluare clasice (patrimoniale și bazate pe rentabilitate) nu țin cont de totalul sumelor investite în active intangibile.

Activul nematerial este adesea asimilat goodwill-ului, lucru care nu este pe deplin adevărat. Suma valorilor intangibile ale unei întreprinderi este diferită de goodwill.

Goodwill-ul se referă la renumele, piața sau clientela întreprinderii, fiind un rezultat global al unor cheltuieli trecute ce nu pot fi identificate în momentul prezent și care aduc profituri concrete doar în viitor, odată cu vânzarea întreprinderii. De aceea, în cele mai multe cazuri, acesta nu poate fi evaluat decât în momentul vânzării-cumpărării și nu al creării.

Elementele intangibile sunt investiții individualizate, care vor aduce profituri în viitorul apropiat. Ele pot fi evaluate distinct în momentul efectuării investiției.

- în al doilea rând, activele intangibile nu sunt înregistrate sau sunt înregistrate parțial în contabilitate.

Prin urmare, evaluatorul va trebui să ia în considerare elementele intangibile înregistrate în contabilitate pe care eventual le corectează și în plus să le evalueze pe cele care nu sunt reflectate în contabilitate.

Scanned with OKEN Scanner

9.2. Elemente intangibile care se înregistrează în patrimoniul întreprinderii

Acestea mai poartă numele de activ fictiv pentru că nu au valoare venală. Ele sunt înregistrate în rândul activelor contabile doar în urma unor facilități acordate prin legislație, de activare a unor cheltuieli de recuperat în mai multe exerciții.

Regulamentul de aplicare a Legii Contabilității nr.82/1991 prezintă tipurile de active necorporale care se pot înregistra în contabilitate sub aspectul conținutului și duratelor lor de amortizare. Este vorba, pe de o parte, de elemente separate de imobilizări necorporale: cheltuieli de constituire; cheltuieli de cercetare-dezvoltare; brevete, licențe, mărci, concesiuni; programe informatice, iar pe de altă parte, de o sumă de active necorporale înregistrate grupat sub forma fondului comercial.

Cheltuielile de constituire

Sunt considerate de legislația românească acele **cheltuieli ocazionate de înființarea și modificarea unității patrimoniale** [38]. Nu este specificată și de aceea generează ambiguități, limita valorică a acestor cheltuieli pentru a fi considerate imobilizări necorporale. Se trage totuși concluzia că primează, în includerea în această categorie, natura și nu valoarea lor.

În evaluare sunt considerate nonvalori și nu se iau în calcul la stabilirea valorii globale a întreprinderii.

Scanned with OKEN Scanner

Cheltuielile de cercetare-dezvoltare

Din punctul de vedere al evaluării contabile reprezintă **cheltuielile ocazionate de efectuarea unor lucrări sau obiective de cercetare strict individualizate, care prezintă garanția realizării eficienței scontate prin aplicarea lor**. Din această prezentare, care se regăsește în Regulamentul de aplicare a Legii Contabilității nr. 82/1991, reies două dintre condițiile impuse acestor cheltuieli pentru a fi înregistrate în contabilitate sub forma imobilizărilor corporale.

În cadrul sistemului de contabilitate continental prezentarea acestor cheltuieli este: **cheltuieli care corespund efortului realizat de către întreprindere pe cont propriu** [17]. Din această prezentare se mai desprinde o condiție care se aplică cheltuielilor de cercetare aplicată și de dezvoltare: sunt considerate imobilizări doar acele cheltuieli care nu intră în costul de producție al comenzilor lansate de terți. Acestea din urmă se mai numesc cheltuieli de cercetare-dezvoltare cu contrapartidă specifică și sunt efectuate în cadrul unei comenzi client sau sunt generate de fabricarea unui produs care face obiectul unei comenzi client. Mărimea lor este stabilită pe baza datelor contabilității de gestiune [17].

De asemenea, în cadrul sistemului continental de contabilitate cheltuielile de cercetare sunt diferențiate în cheltuieli de cercetare fundamentală și cheltuieli de cercetare aplicată și de dezvoltare. Cheltuielile de cercetare fundamentală sunt întotdeauna înregistrate la cheltuieli, ținând cont de caracterul lor aleatoriu care impune prudență. În ceea ce privește cheltuielile de cercetare aplicată și de dezvoltare, acestea sunt considerate doar cu titlu excepțional imobilizări dacă îndeplinesc următoarele condiții:

- proiectele de cercetare-dezvoltare sunt clar individualizate;
- fiecare proiect trebuie să aibă la încheierea exercițiului financiar serioase șanse de rentabilitate comercială.

Scanned with OKEN Scanner

În ceea ce privește evaluarea economică a cheltuielilor de cercetare-dezvoltare se procedează astfel:

1) se cuantifică cheltuielile de cercetare-dezvoltare care privesc produsele existente sau se referă la studiile și cercetările care doar mențin potențialul actual al întreprinderii [7] și care vor fi considerate nonvalori;

2) se verifică îndeplinirea condițiilor cerute cheltuielilor de cercetare-dezvoltare pentru a fi imobilizări necorporale. Astfel, dacă evaluatorul, contrar înregistrărilor proprii întreprinderii, consideră că proiectele de cercetare-dezvoltare nu au șanse reale de reușită, nu le ia în considerare;

3) se evaluează cheltuielile de cercetare-dezvoltare în funcție de metoda de evaluare utilizată.

Dacă se aplică o metodă patrimonială, activele necorporale sunt evaluate pornind de la datele contabilității și efectuând corecțiile prevăzute la pașii 1 și 2.

Dacă se aplică o metodă de evaluare bazată pe rentabilitate, corecțiile 1 și 2 sunt insuficiente. În acest caz se poate proceda în două moduri:

a) se aplică metoda care asimilează proiectul de cercetare unei investiții.

În acest caz se utilizează procedeul specific proiectelor de investiții prin care se estimează fluxurile nete de trezorerie degajate de proiect pe perioada de recuperare a investiției și cheltuielile cu aplicarea sa, după care se determină valoarea netă actuală a proiectului.

Scanned with OKEN Scanner

b) se aplică metoda discounted cash-flow (DCF), care presupune actualizarea cash-flow-ului net degajat anual de proiectul de cercetare și a valorii sale reziduale, lucrând cu următorii termeni:

- Cash-flow-ul net, care se calculează astfel [32]:

Vânzări suplimentare rezultate din aplicarea rezultatelor cercetării-dezvoltării
- Costul vânzărilor suplimentare
=
Profit brut
- Cheltuieli administrative
- Cheltuieli de desfacere
- Cheltuieli de cercetare-dezvoltare
=
Profit economic
- Impozit pe profit
=
Profit net
+ Amortizare
=
Cash-flow brut
- ΔNFR (active circulante - pasive circulante)
=
Cash-flow net;

- Valoarea reziduală, care reprezintă cash-flow-ul net aferent perioadei dintre ultimul an al orizontului de prognoză și infinit;

- Rata de actualizare, care exprimă riscul global al proiectului și care se aplică cash-flow-ului net și valorii reziduale.

Scanned with OKEN Scanner

Concesiuni, brevete, mărci și alte drepturi similare

Natura acestora, în funcție de care se încadrează la imobilizări necorporale, și modul lor de amortizare sunt prezentate în Regulamentul de aplicare a Legii Contabilității nr. 82/1991.

În ceea ce privește evaluarea concesiunilor, brevetelor, mărcilor și altor drepturi similare, în cazul în care are loc o evaluare globală a întreprinderii, ele sunt considerate activ fictiv. Dacă însă are loc o evaluare parțială a activelor ca individualități, unele dintre acestea au valoare proprie.

- Concesiuni

Normele contabile românești arată că în cadrul imobilizărilor necorporale, la concesiuni, se înregistrează valoarea bunurilor preluate cu acest titlu în patrimoniu, conform contractelor.

Dar, prin definiție, imobilizările necorporale reprezintă bunuri fără existență fizică care oferă avantaje viitoare, valoarea lor provenind dintr-o protecție legală sau facilitate fiscală. În cazul concesiunii este vorba de cheltuielile efectuate pentru obținerea avantajului care constituie protecția acordată în anumite condiții titularului unei concesiuni. Exact după cum cheltuielile de înființare ale unei întreprinderi se activează în bilanțul acesteia, și aceste cheltuieli de obținere a dreptului de exploatare a unui bun sau de executare a unei activități reprezintă un activ patrimonial, care ia forma unei imobilizări necorporale. Valoarea acesteia se recuperează prin amortizare, pe durata contractului de concesionare.

În concluzie, trebuie să se înregistreze în contabilitate ca și imobilizare necorporală cheltuielile de obținere a concesiunii și nu

Scanned with OKEN Scanner

valoarea în sine a activității sau bunului ce face obiectul concesiunii. În cazul evaluării economice, imobilizarea necorporală astfel definită este considerată activ fictiv.

- **Brevete de invenție**

Valoarea unui brevet de invenție se stabilește în două situații [32]:

a) dacă brevetul de invenție este destinat vânzării-cumpărării, valoarea lui se determină astfel:
- se estimează un profit net anual constant pe care l-ar aduce achiziția brevetului;
- se ia în considerare perioada de timp în care sunt protejate legal brevetele, care poate fluctua de la o țară la alta (perioada de protecție legală reprezintă durata de viață a proiectului);
- se estimează durata de viață rămasă a brevetului, în funcție de doi factori:
  - durata rămasă de protecție legală, care se calculează ca diferență între data brevetării și data cumpărării brevetului;
  - ritmul înnoirilor tehnice și tehnologice de pe piață, care reduc automat durata de viață probabilă a brevetului evaluat.
- se stabilește o rată de actualizare a profitului net, care să includă rata neutră (a unui plasament fără risc în obligațiuni de stat), o primă de risc aferentă incertitudinii de obținere a profitului net anual anticipat și eventual inflația. De obicei rata de actualizare este deflatată, pentru că nici profitul net anual nu este estimat în funcție de rata previzionată a inflației.

b) dacă brevetul de invenție nu este destinat vânzării-cumpărării, ci folosit în întreprinderea care l-a obținut, valoarea sa este dată de suma actualizată a profitului net, estimat pe durata de viață a brevetului, din care se deduc cheltuielile de obținere a

Scanned with OKEN Scanner

brevetului (cercetare, prototip, pregătirea fabricației) și cheltuielile de înregistrare și de protecție a acestuia în țară și străinătate.

- Marca comercială

Din punct de vedere contabil, marca reprezintă toate cheltuielile ocazionate de achiziționarea sau obținerea pe cont propriu a acesteia.

Evaluarea economică a mărcii se poate face prin două modalități:

a) evaluarea pe baza costului.

Se aplică în cazul mărcilor achiziționate, al căror cost de achiziție este înregistrat în contabilitate ca și cheltuieli activate. Dacă se apreciază că marca are valoare, adică are capacitatea de a induce prețuri mai mari și de a genera mai multe lichidități decât un produs generic [31], se impune evaluarea sa economică. Evaluarea mărcii constă în capitalizarea costului său istoric, alături de costurile aferente dezvoltării sale viitoare.

b) evaluarea pe baza cash-flow-ului.

Conform acestei metode, valoarea unei mărci se determină prin capitalizarea cash-flow-ului net generat de aceasta. Cash-flow-ul reprezintă excedentul de lichidități generat de un produs de marcă față de un produs similar cu care concurează și care nu reprezintă o marcă. Cash-flow-ul net se determină ca diferență între valoarea vânzărilor anuale ale produsului de marcă și cheltuielile direct imputabile mărcii privind reclama și promovarea produsului.

Scanned with OKEN Scanner

Fondul comercial

Este definit de Regulamentul de aplicare a Legii Contabilității nr.82/1991 ca și partea din fondul de comerț care nu figurează în cadrul celorlalte elemente de patrimoniu și care contribuie la menținerea sau dezvoltarea potențialului unității patrimoniale. Ca și exemple de astfel de elemente se dau: vadul comercial, clientela, debușeele, reputația. Acestea sunt înregistrate în contabilitate doar în momentul vânzării-cumpărării întreprinderii, pentru că mijloacele contabile de evaluare nu permit cunoașterea valorii fondului comercial în momentul creării sau la un moment dat.

Regulamentul românesc nu specifică toate elementele nemateriale care intră în componența fondului de comerț și nici nu face referire la modalitatea lui concretă de evaluare. Acesta specifică în legătură cu valoarea fondului comercial că se determină **ca diferență între valoarea de aport (de utilitate) sau costul de achiziție, după caz, a fondului de comerț și valoarea elementelor de activ înregistrate în conturile corespunzătoare**.

În cadrul sistemului de contabilitate continental, fondul comercial este prezentat drept o parte a fondului de comerț **care nu face obiectul unei evaluări și contabilizări separate în bilanț** [29]. Fondul de comerț este o universalitate, care regrupează ansamblul elementelor corporale și necorporale pe care o persoană fizică sau juridică le reunește în vederea exercitării unei activități comerciale. De asemenea se dă o altă explicație a neînregistrării fondului comercial creat de întreprindere, care rezidă în faptul că acesta nu necesită cheltuieli propriu-zise, ci se naște din activitatea întreprinderii, deci costul lui este zero.

Evaluarea economică a fondului comercial se face în următoarele ipoteze:

Scanned with OKEN Scanner

- cazul aplicării metodelor patrimoniale, care îl consideră, de obicei, activ fictiv și nu-l iau în calculul valorii întreprinderii;
- cazul aplicării metodelor combinate, care îl includ în noțiunea de goodwill. Good-will-ul cuprinde o parte a celorlalte active necorporale contabile, dar și alte elemente care concură la aprecierea aptitudinii întreprinderii de a genera profit într-un cadru de exploatare dat;
- evaluarea separată a fondului comercial, în cazul achiziției sau aducerii ca aport, care se face conform evaluării contabile deja menționate.

Programe informatice

Regulamentul contabil precizează că se înregistrează în cadrul imobilizărilor necorporale programele informatice create sau achiziționate de la terți pentru necesități de utilizare proprii.

Având în vedere că evaluarea contabilă a programelor informatice este acceptată în cazul unor metode de evaluare economică și că legislația contabilă românească este destul de lapidară în această privință, se vor prezenta în continuare modalitățile de evaluare contabilă utilizate în cadrul sistemului de contabilitate continental [17].

- Programe informatice create

a) se înregistrează ca și cheltuieli ale exercițiului: programe specifice create în urma comenzii unui client și reproducerea în

Scanned with OKEN Scanner

serie, pornind de la un program mamă cumpărat sau creat, a unor programe pe suporți magnetici;

b) se înregistrează ca și imobilizări necorporale programele create pentru nevoile interne sau programele mamă create în vederea comercializării.

Programele informatice în curs de realizare se înregistrează în contabilitate la categoria imobilizărilor dacă îndeplinesc următoarele condiții:

- să aibă serioase șanse de reușită tehnică și comercială (în cazul unui program mamă creat în vederea comercializării);
- să existe intenția clar exprimată de a produce programul respectiv și de a se servi durabil de el pentru a răspunde nevoilor proprii sau ale clientelei.

- **Programe informatice achiziționate**

În cazul acestora se procedează astfel:

a) cedarea producerii unui program altei întreprinderi (destinat nevoilor proprii sau comercializării) cu responsabilitatea întreprinderii pentru concepția sa finală se înregistrează la imobilizări necorporale;

b) programele standard pe suporți magnetici revândute în aceeași stare se consideră mărfuri;

c) programele achiziționate pentru nevoile interne sau programele mamă care se reproduc în vederea comercializării se înregistrează la imobilizări necorporale. Valoarea lor este compusă din costul de achiziție și cheltuielile accesorii de instalare.

Scanned with OKEN Scanner

În ceea ce privește evaluarea lor se disting trei cazuri:

- cazul aplicării metodelor patrimoniale, când, în general, au valoarea zero;
- cazul aplicării metodelor de rentabilitate, când se iau în calculul valorii globale a întreprinderii fără individualizare;
- cazul evaluării separate, care nu diferă de evaluarea contabilă, impunându-se eventual o reevaluare a valorilor contabile.

9.3. Elemente intangibile neînregistrate în contabilitate

Acestea intră în componența goodwill-ului a cărui evaluare a fost deja prezentată. Pe plan mondial s-au făcut însă încercări de evaluare distinctă și de înregistrare în contabilitate a acestora, pentru o mai bună informare a terților privind valorile de care dispune o întreprindere. Din rândul elementelor intangibile care nu se înregistrează la ora actuală în contabilitate se vor prezenta investițiile comerciale și resursele umane.

Evaluarea investițiilor comerciale

Aceste investiții se compun din cheltuieli efectuate în scopul dezvoltării comerciale ca și comisioane, publicitate, servicii de dezvoltare comercială și altele, care concură la crearea rețelei de distribuție a întreprinderii ce poate fi considerată o veritabilă investiție.

Scanned with OKEN Scanner

Primele încercări privind evaluarea investițiilor comerciale aparțin lui M. C. Brunner (1974) și lui E. Sage (1978-1979).

- Metoda lui E. Sage [17]

Pentru stabilirea valorii actuale a unei rețele de distribuție, metoda indică următoarele etape:

a) estimarea totalității cheltuielilor necesare pentru reconstituirea unei rețele de desfacere identică;

b) deducerea tuturor cheltuielilor care vor trebui suportate de întreprindere pe parcursul duratei estimate a actualului mod de distribuție pentru ca acesta să funcționeze în condiții normale (ex: înlocuirea unor angajați, pensionări). Aceste cheltuieli vor fi considerate liniare (constante) pe parcursul duratei estimate și vor fi actualizate.

Exemplu pentru societatea GENEVAL

Se cunosc următoarele date:

- dispune de o rețea de 40 de reprezentanți, salariul unitar fiind de 900.000 lei.

Valoarea rețelei de distribuție (Vd_i) se calculează astfel:

40 x 900.000 = 36.000.000

- trei reprezentanți vor fi concediați, iar doi se vor pensiona.

Cheltuielile pe care le va suporta întreprinderea și care vor diminua valoarea investiției comerciale se determină astfel:

Scanned with OKEN Scanner

Total cheltuieli din care:	5.210.000
- cheltuieli cu concedierea	110.000
- cost de înlocuire a celor 3 (3 x 900.000)	2.700.000
- indemnizații de pensionare (2 x 300.000)	600.000
- cost de înlocuire a celor doi pensionari	1.800.000

- durata probabilă a acestui mod de distribuție este estimată la 6 ani;
- rata de actualizare este stabilită la 24%.

Actualizarea cheltuielilor suportate anual de întreprindere (C_a) se determină astfel:

$$C_a = \frac{C \cdot \left[1 - \frac{1}{(1+r)^n}\right]}{r}$$

$$C_a = \frac{5.210.000 \cdot \left[1 - \frac{1}{(1+0,24)^6}\right]}{0,24}$$

$C_a = 17.824.713$

Valoarea finală a rețelei de distribuție (Vd) este:

$Vd = Vd_i - C_a$

$Vd = 36.000.000 - 17.824.713$

$Vd = 18.175.287$

Scanned with OKEN Scanner

Evaluarea resurselor umane [17]

Există o metodă de contabilizare a resurselor umane care se bazează pe noțiunile de costuri istorice și de amortizare a acestor resurse. Costurile istorice ale resurselor umane pot fi actualizate. Investițiile brute în resurse umane sunt considerate cheltuielile efectuate de întreprindere pentru a găsi un personal capabil să mențină pe termen scurt sau lung potențialul său de producție. Astfel de cheltuieli sunt: cheltuieli cu recrutarea, familiarizarea, formarea internă, perfecționarea personalului. Unii autori (Lev și Schwartz) propun adăugarea la aceste cheltuieli de achiziție și a salariilor actualizate pe care le va primi în viitor personalul.

Resursele umane nete din bilanț ar reprezenta resursele brute diminuate cu amortizarea acestui tip de investiție.

Aprecierea duratei de amortizare este destul de dificilă din următoarele considerente:

- cheltuielile de recrutare depind de rotația forței de muncă;
- cheltuielile de familiarizare depind de durata de menținere într-un anumit post a personalului;
- cheltuielile de formare depind de perioada de învechire a acestei formări.

O altă problemă este de ordin fiscal. În măsura în care investițiile în resurse umane ale unui exercițiu sunt mai mari decât amortismentele lor anuale, profitul întreprinderii este majorat. Ori, în cazul repartizării profitului ar apărea ca o distribuție de dividende fictive, iar legislația actuală nu recunoaște investiția umană ca o realitate patrimonială.

Scanned with OKEN Scanner

Exemplu pentru societatea GENEVAL

Se cunosc următoarele date:

- cheltuieli de recrutare și formare 9.000.000
- active imobilizate corporale nete 15.000.000
- active circulante 31.000.000
- durata de recuperare a investiției în resurse umane 5 ani
- capital social 18.000.000
- datorii 23.000.000
- profit brut 5.000.000
- impozit pe profit 38%

Înregistrarea acestor date în contabilitate este evidențiată prin întocmirea a două bilanțuri:

Bilanț contabil I
(care respectă profitul contabil tradițional)

- mii lei -

Imobilizări nete	15.000	Capital social	18.000
Investiții în resurse umane nete *)	7.200	Datorii	23.000
Active circulante	31.000	Rezultat net	3.100
		Impozit pe profit datorat	1.900
		Investiții umane ca efect net de impozit	4.464
		Impozit datorat pe acest efect	2.736
TOTAL ACTIV	**53.200**	**TOTAL PASIV**	**53.200**

*) $9.000 - \frac{9.000}{5} = 7.200$

Bilanț contabil II
(cu influență asupra profitului contabil tradițional)

- mii lei -

Imobilizări nete	15.000	Capital social	18.000
Investiții în resurse umane nete	7.200	Datorii	23.000
Active circulante	31.000	Rezultat net*)	10.300
		Impozit pe profit datorat	1.900
TOTAL ACTIV	**53.200**	**TOTAL PASIV**	**53.200**

*) Pasivul aferent investiției în resurse umane este considerat un venit potențial care majorează rezultatul. În schimb, impozitul pe profit nu ține cont și de această resursă (rămâne egal ca mărime cu cel din Bilanțul I) din motiv că nu este legiferată impozitarea acestui tip de venit.

Scanned with OKEN Scanner

Scanned with OKEN Scanner

CAPITOLUL 10

EVALUAREA PROIECTELOR DE INVESTIȚII

10.1. Cadrul general

Obiectivul teoriei financiare este de a elabora reguli de gestiune optime, care să maximizeze bogăția acționarilor, adică valoarea acțiunilor lor și în consecință valoarea întreprinderii. În materie de politică de investiții este necesar să se definească criterii care să permită măsurarea bogăției sperate din proiectele de investiții, astfel încât să nu fie reținute decât cele profitabile. În fapt, investiția trebuie să aducă mai mult decât costul său și să lase întreprinderii o contribuție netă.

Directorul economic al întreprinderii trebuie să se folosească de instrumentele teoriei financiare în decizia sa de investiții. Aceasta nu înseamnă că teoria financiară îl ajută să găsească bune oportunități de investiții în sectorul său de activitate. Ea îl ajută doar să analizeze în mod riguros proiectele pe care se gândește să le între-

prindă. Acest lucru se observă din etapele care se parcurg în alegerea unei investiții:

- căutarea de noi investiții;
- studiul consecințelor alegerii unei investiții în plan tehnic și comercial;
- analiza economico-financiară care vizează determinarea speranței de profit.

Doar a treia etapă face obiectul teoriei financiare. Aceasta presupune că au fost deja selecționate un anumit număr de proiecte, că s-au făcut studii tehnice și comerciale care au permis evaluarea sumelor de investit și a veniturilor pe care un proiect le poate genera pe durata sa de viață.

Realizarea acestei a treia etape nu înseamnă neapărat că proiectele care au parcurs-o cu succes vor fi cu adevărat realizate. Este posibil ca realitatea să infirme calculele și ipotezele de evaluare de la care s-a plecat. Unele proiecte ar putea fi întârziate în aplicare sau eliminate înainte de angajarea propriu-zisă a cheltuielilor.

Evaluarea sub aspect financiar a unui proiect de investiții se bazează pe existența unei piețe de capital care funcționează în mod satisfăcător. Investiția analizată este comparată cu plasamentele efectuate pe piața de capital. De asemenea, în analiza financiară a proiectului de investiții este luat în calcul și riscul specific al acestuia, care este măsurat și evaluat.

Scanned with OKEN Scanner

10.2. Noțiunea de investiție și tipurile sale

Investiția constă, pentru o întreprindere dată, în **angajarea durabilă a unor capitaluri de forme diverse (materiale sau nemateriale) în speranța obținerii unui retur satisfăcător, ținând seama de riscurile asumate** [18].

S-ar putea spune că investiția este un fel de pariu asupra viitorului, cu toate că întreprinderea nu va investi pe piață decât dacă speranța de câștig este suficientă.

O altă definiție a investiției constă în **acceptul investitorului de a renunța la bunurile imediate în favoarea celor viitoare, de a schimba o satisfacție imediată și certă cu speranța obținerii unor bunuri superioare, dar incerte** [37].

Investițiile unei întreprinderi se pot clasifica după mai multe criterii, dintre care cele mai importante sunt: scopul urmărit și natura lor.

a) În funcție de scopul urmărit, investițiile pot fi clasificate astfel:

- **investiții de reînnoire**, care urmăresc:
  - înlocuirea în urma uzurii fizice;
  - înlocuirea în urma uzurii morale;
  - reducerea costurilor;
  - îmbunătățirea calității;
  - lupta împotriva concurenței.

- **investiții de dezvoltare**, care urmăresc:
  - dezvoltarea activităților existente (creșterea volumului operațiilor);
  - diversificarea activităților sau a piețelor.

Scanned with OKEN Scanner

- **investiții de reprofilare (restructurare)**, care reprezintă o diversificare obligatorie sau necesară;
- **investiții financiare**,care urmăresc:
  - dezvoltarea activității existente ca volum;
  - dezvoltarea activității existente prin diversificare;
  - reprofilarea.

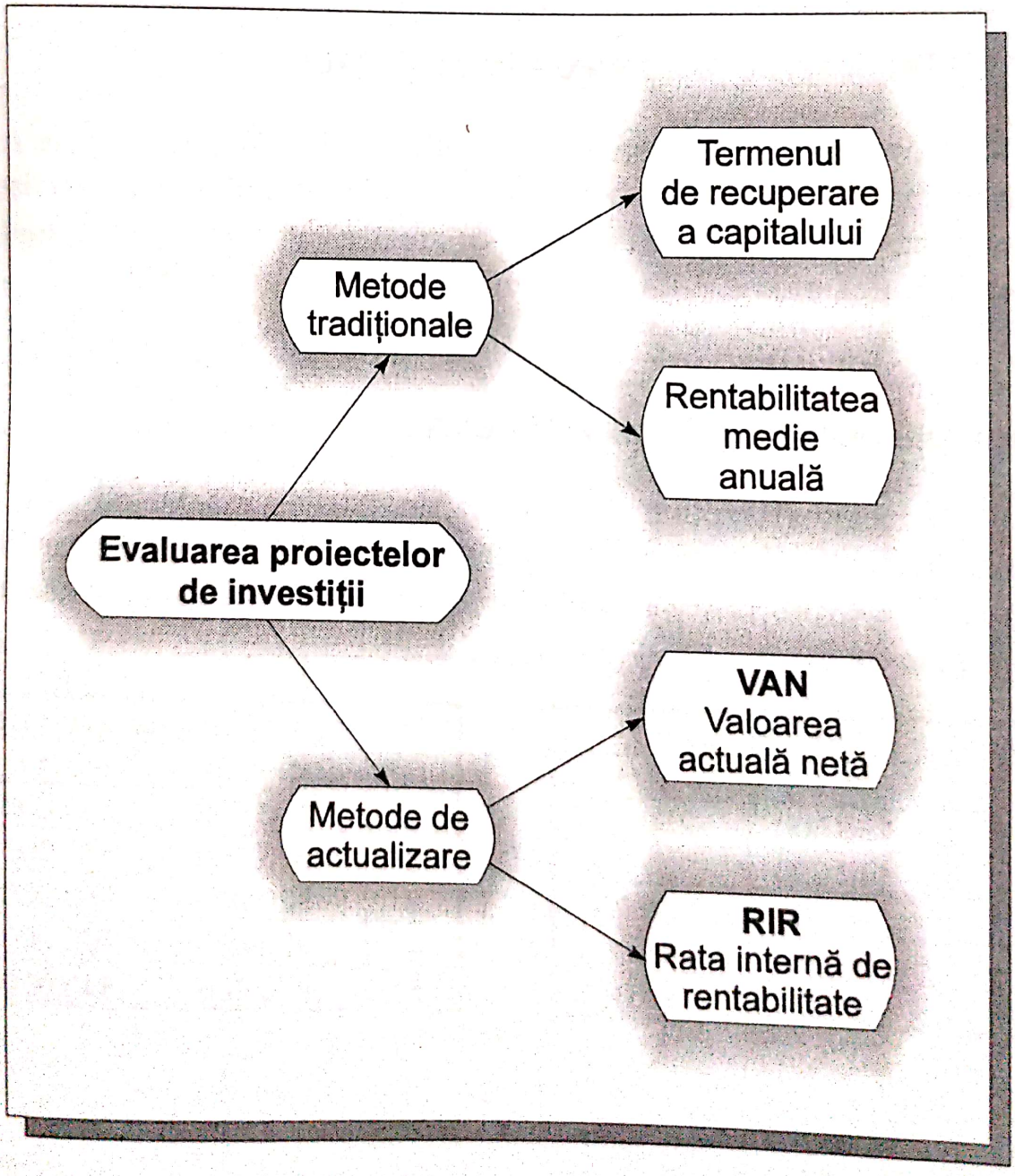
b) În funcție de natura lor, investițiile se clasifică în:

- **investiții productive**, în cadrul cărora se diferențiază:
  - investiții de înlocuire, care sunt destinate reînnoirii echipamentelor uzate moral sau fizic;
  - investiții de capacitate și de adaptare, care urmăresc creșterea nivelului producției sau obținerea de produse noi;
  - investiții de productivitate, care vizează reducerea costurilor unitare.
- **investiții financiare legate de creșterea externă**:
  - participații;
  - fuziuni;
  - aporturi parțiale de active.
- **investiții nemateriale**:
  - investiții în resurse umane;
  - investiții comerciale (studii de piață, publicitate, etc.);
  - programe informatice;
  - cheltuieli pentru realizarea studiilor de fezabilitate și de analiză diagnostic tehnico-economică [11];
  - cheltuieli de cercetare-dezvoltare nefacturate direct către clienți, amortizabile prin succesul comercial [11].

Scanned with OKEN Scanner

10.3. Metode de evaluare a proiectelor de investiții

Pentru aprecierea sub aspect economico-financiar a oportunității unui proiect de investiții și, eventual, pentru a selecționa un anumit proiect din mai multe care ar putea fi simultan realizabile, se impune un studiu prealabil al rentabilității investiției. În acest scop se pot utiliza metode de evaluare tradiționale sau fără actualizare și/sau metode de actualizare, conform următoarei scheme:



Scanned with OKEN Scanner

10.3.1. Metode tradiționale de evaluare a proiectelor de investiții

Acestea constau în calculul unor indicatori, dintre care cei mai reprezentativi sunt: termenul de recuperare a investiției și rata medie a rentabilității.

a) Termenul de recuperare a investiției [16]

Corespunzător acestuia se va reține investiția care permite recuperarea plasamentului făcut cât mai rapid posibil. Pentru aceasta este necesară cunoașterea încasărilor anuale viitoare care, cumulate anual, indică momentul recuperării cheltuielilor cu investiția.

Exemplu pentru societatea GENEVAL

Societatea dispune de o sumă de 400.000 mii lei pe care o poate investi în două proiecte de investiții, A și B. Încasările anuale (fluxurile de trezorerie) și cumulate, generate de cele două proiecte sunt prezentate mai jos:

An	Încasări anuale	
	Proiect A	Proiect B
1	150.000	250.000
2	140.000	260.000
3	230.000	150.000
4	200.000	100.000
5	200.000	50.000

An	Încasări anuale cumulate	
	Proiect A	Proiect B
1	150.000	250.000
2	290.000	510.000
3	520.000	660.000
4	720.000	760.000
5	920.000	810.000

Scanned with OKEN Scanner

Se observă că:

Proiectul A permite recuperarea investiției între al doilea și al treilea an. Prin interpolare liniară, termenul de recuperare a investiției este:

$$T_r = 2\ (an) + \frac{400.000 - 290.000}{520.000 - 290.000} = 2,47 \approx 2 \text{ ani și 6 luni}$$

Proiectul B permite recuperarea investiției între primul și al doilea an. Prin interpolare liniară, termenul de recuperare a investiției este:

$$T_r = 1\ (an) + \frac{400.000 - 250.000}{510.000 - 250.000} = 1,58 \approx 1 \text{ an și 7 luni}$$

În concluzie se alege proiectul B, care permite o recuperare mai rapidă a investiției.

b) Rata medie a rentabilității

Conform acestui indicator se va reține investiția care oferă cea mai ridicată rată medie a rentabilității capitalului investit pe durata de utilizare a investiției.

Rata medie a rentabilității se determină după formula:

$$R_r = \frac{B_m}{CI_m}$$

unde:

R_r - rata medie a rentabilității;

B_m - beneficiul mediu net;

CI_m - capitalul mediu investit $\left(CI_m = \frac{V_o + VNC}{2}\right)$, unde:

V_0 - valoarea inițială a investiției;

VNC - valoarea netă contabilă a investiției în ultimul an al utilizării sale.

10.3.2. Metode actuariale de evaluare a proiectelor de investiții

Metodele actuariale de evaluare a unui proiect de investiții îl consideră o secvență de fluxuri de trezorerie. Acestea se calculează pe o **perioadă** plurianuală, care începe cu data deciziei de a investi și se termină cu data scoaterii din funcțiune a investiției.

Fluxurile de trezorerie rezultă din **compararea** situației întreprinderii, ținând cont de influențele proiectului de investiții, cu situația acesteia dacă nu s-ar face investiția.

Fluxurile de trezorerie reprezintă consecința **operațiilor** efectuate de întreprindere pentru realizarea proiectului de investiții: de exploatare, de investiții și de dezinvestiții și de ajustare a structurii financiare.

Conform operațiilor care le-au generat, fluxurile de trezorerie se descompun la rândul lor în:

- fluxuri de exploatare;
- fluxuri de investiții și dezinvestiții;
- fluxuri de ajustare a structurii financiare.

Scanned with OKEN Scanner

Fluxurile de exploatare (de gestiune) se referă la toate veniturile și cheltuielile directe sau indirecte care rezultă din alegerea unui proiect de investiții. De exemplu, în cazul unei investiții productive, este vorba de veniturile obținute din exploatare (cifra de afaceri), de cheltuielile de exploatare (variabile, administrative și comerciale) și de impozitul datorat pe marja de exploatare.

Fluxurile de investiții se referă la:

- costul de achiziție al imobilizărilor;
- cheltuielile de punere în funcțiune și instalare a acestor imobilizări;
- creșterea nevoii de fond de rulment (NFR) legată de noua activitate. Chiar dacă corespunde unor active și pasive circulante (stocuri, creanțe, datorii de exploatare), nevoia de fond de rulment a ciclului de exploatare are același caracter permanent ca și achiziția unui activ imobilizat;
- economiile de impozit legate de amortizarea imobilizărilor.

Fluxurile de dezinvestiții se referă la:

- vânzarea vechii imobilizări înlocuite de cea nouă;
- vânzarea imobilizărilor care reprezintă investiția la încheierea duratei lor de viață.

Fluxurile de ajustare a structurii financiare se referă la variația nevoii de fond de rulment (ΔNFR) indusă de schimbarea activității în urma introducerii investiției.

Scanned with OKEN Scanner

Nevoia de fond de rulment corespunde alocărilor suplimentare de resurse pentru creșterea stocurilor și creanțelor comerciale direct imputabile proiectului de investiții, precum și creditelor comerciale suplimentare ce vor putea fi obținute în viitor din partea furnizorilor [37]. Se știe că orice variație a nevoii de fond de rulment trebuie acoperită din fondul de rulment sau din credite pe termen scurt. În consecință, trebuie ajustat și fondul de rulment, însă sumele investite în cadrul acestuia pe parcursul duratei de viață a investiției vor fi recuperate prin efectele pozitive induse de aceasta. Cu alte cuvinte, suma variațiilor temporale ale nevoii de fond de rulment specifică proiectului de investiții este nulă.

Fluxurile de trezorerie ale proiectului, calculate în această primă fază a deciziei de investiții, ignoră modul de finanțare. Aceste fluxuri se mai numesc fluxuri cu datorie zero. Integrarea aspectelor financiare se va face atunci când fluxurile vor fi actualizate.

Fluxurile nete de trezorerie generate anual de proiectul de investiții se determină pe baza contului de profit și pierdere previzional, într-o variantă în care se ține seama de proiect, și în altă variantă în care nu se ține seama de proiectul de investiții. Prin compararea elementelor de venituri și cheltuieli ale celor două conturi, se obțin fluxurile diferențiale care reprezintă excedentul încasărilor diferențiale asupra plăților diferențiale.

Scanned with OKEN Scanner

Elementele care compun fluxurile de exploatare, de investiții (dezinvestiții) și de ajustare financiară sunt prezentate în tabelul următor [16]:

Nr. crt.	Fluxuri diferențiale	Orizont de prognoză
		0(1) 1 2 ... n
1.	Venituri de încasat din:	
	- exploatare	
	- vânzări de imobilizări	
2.	Venituri calculate	
3.	Cheltuieli de plată din exploatare	
4.	Cheltuieli calculate:	
	- amortizări	
	- valoarea netă contabilă a imobilizărilor vândute(2)	
5.	Rezultat înainte de impozitare(1)+(2)-(3)-(4)	
6.	Impozit (3)	
7.	Costul investiției	
8.	Subvenții pentru investiții	
9.	Δ NFR (4)	
10.	Fluxuri nete de trezorerie (CF) (1)-(3)-(6)-(7)+(8)-(9)	

unde:

(1) data deciziei de a investi;

(2) valoarea netă contabilă a activelor vândute al căror preț de vânzare este trecut la venituri încasabile;

(3) proiectul poate determina creșterea impozitului (dacă rezultatul impozabil crește) sau o economie de impozit (dacă rezultatul impozabil scade);

(4) sumele investite în structura financiară (pentru acoperirea nevoii de fond de rulment) sau recuperate sunt în general contabilizate la sfârșitul anului care precede apariția unei nevoi sau a unei resurse.

Scanned with OKEN Scanner

Fluxul net de trezorerie care corespunde anului de luare a deciziei de investiții (anul 0) se compune din:

- costul investiției, inclusiv cheltuielile de instalare și cheltuielile privind formarea personalului;
- creșterea nevoii de fond de rulment datorată eventualei extinderi a capacității de producție (pot interveni și reduceri ale nevoii de fond de rulment în cazul investițiilor de productivitate);
- veniturile și cheltuielile privind eventuala vânzare a imobilizărilor înlocuite de noua investiție;
- impozitul sau economia de impozit pe rezultatul obținut din vânzarea imobilizărilor.

Fluxurile nete de trezorerie degajate anual de proiectul de investiții se compun din rezultatul obținut din exploatarea proiectului (cu excepția cheltuielii cu amortizarea) căruia i se adaugă eventualele subvenții pentru investiții primite și din care se scade impozitul pe acest rezultat și variația nevoii de fond de rulment estimată pentru anul respectiv.

Fluxul net de trezorerie care corespunde ultimului an de viață al investiției (al orizontului de prognoză) este compus din elementele fluxului net anual menționate mai sus, la care se adaugă:

- valoarea investiției la sfârșitul duratei sale de viață reprezentată de prețul său de vânzare;
- suma cumulată a nevoii de fond de rulment inițiale și a variațiilor sale succesive, care este recuperată în ultimul an din motiv că aceasta ar dispărea sistematic din momentul abandonării investiției.

Scanned with OKEN Scanner

Exemplu pentru societatea GENEVAL

- Societatea estimează că dacă ar crea un nou produs în loc să-l asambleze doar, cifra de afaceri și excedentul brut de exploatare vor crește începând cu anul 19(N+1), conform tabelului:

- mii lei -

Fluxuri diferențiale	19(N+1)	19(N+2)	19(N+3)	19(N+4)	19(N+5)
Venituri de încasat din exploatare (CA fără TVA)	8.000	9.500	12.000	14.500	16.000
Cheltuieli de exploatare	6.500	7.000	8.500	10.500	12.000

- Această decizie de investiții ar necesita achiziția unor imobilizări în valoare totală de 10.000 mii lei.
- O primă tranșă de 7.000 mii lei ar fi angajată la data deciziei de investiții (31.12.19N), iar restul în anul următor. Pentru prima tranșă, amortizabilă liniar în cinci ani, va fi primită o subvenție de investiții de 1.200 mii lei. Activele acestei prime tranșe ar înlocui vechile imobilizări destinate asamblării, a căror valoare netă contabilă este de 1.500 mii lei. Această sumă corespunde unor fracțiuni egale de 300 fiecare, care rămân de amortizat începând cu 19(N+1). Prețul de vânzare al acestor active vechi este estimat la 1.000 mii lei la sfârșitul anului 19(N) și 0 (zero) la sfârșitul anului 19(N+5).
- A doua tranșă de investiție este amortizabilă liniar în 5 ani.
- Decizia de a obține produsul nu ar avea influență asupra raportului dintre NFR și CA fără TVA estimat la 15%.
- În ceea ce privește valorile de ieșire ale activelor la sfârșitul celor 5 ani se fac următoarele estimări:
  - ♦ - prețul de vânzare a imobilizărilor primei tranșe este stabilit pe baza raportului dintre valoarea unei imobilizări echivalente veche de 5 ani și costul uneia noi. Acest raport este de 20%. Indicele de creștere a prețurilor pentru acest tip de imobilizare este de 8%;
  - ♦ - pentru cea de-a doua tranșă prețul de vânzare va fi de 421,2 mii lei.
- Cota de impozit pe profit este 38%.

Trebuie să se calculeze fluxul de trezorerie generat de proiectul de investiții care constă în a obține produsul în loc de a-l asambla doar.

Scanned with OKEN Scanner

Nr. crt.	Fluxuri diferențiale	19N	19(N+1)	19(N+2)	19(N+3)	19(N+4)	19(N+5)
1	2	3	4	5	6	7	8
1.	Venituri de încasat din:						
	- exploatare	-	8.000	9.500	12.000	14.500	16.000
	- imobilizări vândute	1.000	-	-	-	-	2.478(1)
2.	Venituri calculate(2)	-	240	240	240	240	240(2)
3.	Cheltuieli de plată din exploatare	-	6.500	7.000	8.500	10.500	12.000
4.	Cheltuieli calculate:						
	- amortizări	-	1.700	1.700	1.700	1.700	1.700(3)
	- valoarea netă contabilă a imobilizărilor vândute	1.500	-	-	-	-	-
5.	Rezultat înainte de impozitare(1)+(2)-(3)-(4)	-500	40	1.040	2.040	2.540	5.018
6.	Impozit (38%)	-190	15,2	395,2	775,2	965,2	1906,8
7.	Costul investiției	7.000	3.000	-	-	-	-
8.	Subvenții pentru investiții	1.200	-	-	-	-	-
9.	Δ NFR (4)	1.200	225	375	375	225	-2.400
10.	Flux de trezorerie(CF) (1)-(3)-(6)-(7)+(8)-(9)	-5.810	1740,2	1.729,8	2.349,8	2.809,8	6.971,2

unde:

(1) $[7.000 \times 0,2 \times (1,08)^5] + 421,2 = 2.478$;

(2) Cote părți din subvenția pentru investiții virată la venituri;

(3) Amortizarea însumată a celor două tranșe de investiții din care se scade amortizarea vechilor utilaje care nu trebuie luată în calculul fluxului de trezorerie al noii investiții:

$$\frac{7.000}{5} + \frac{3.000}{5} - 300 = 1.700$$

(4) NFR se calculează valoric, ca raport față de CA.

Scanned with OKEN Scanner

După cum s-a menționat, nevoia sau resursa de exploatare este contabilizată în anul care precede apariția ei. Astfel, pentru exercițiul 19(N) NFR va fi contabilizată în exercițiul 19(N), dar este calculată ca procent din CA a anului următor. Este vorba de o previziune a NFR pentru un exercițiu dat ținând cont de CA estimată a anului următor. Astfel, NFR pentru exercițiul 19N este egală cu:

$$8.000 \text{ x } (CA_{19(N+1)}) \text{ x } 15\% = 1.200.$$

Pentru exercițiile următoare se ia în considerare doar ΔNFR față de exercițiul precedent. Astfel, pentru exercițiul 19(N+1):

$$\Delta NFR = NFR_{19(N+1)} - NFR_{19(N)} = 15\% \text{ x } 9.500 - 15\% \text{ x } 8.000 = 225$$

În final, în exercițiul 19(N+5) se trece cu semnul „-" suma variațiilor temporale ale nevoii de fond de rulment înregistrate pentru exercițiile anterioare, astfel încât variația totală a nevoii de fond de rulment să fie 0(zero).

Metodele actuariale de evaluare a proiectelor de investiții sunt valoarea actuală netă și rata internă de rentabilitate.

BIBLIOTECA NAȚIONALĂ

a) Valoarea actuală netă (**VAN**)

Analizând componentele fluxurilor de trezorerie ale unui proiect de investiții se observă că valoarea sa inițială (fluxul de trezorerie care corespunde anului luării deciziei de investiții) este exprimată în unități monetare ale perioadei actuale, în timp ce celelalte elemente sunt exprimate în unități monetare ale perioadelor viitoare. Cum nu se poate pune semnul egal între unitățile monetare ale diferitelor perioade, fluxurile de trezorerie ale orizontului de prognoză [1;n] trebuie actualizate. Se introduce astfel conceptul de valoare actuală netă (**VAN**) sau de valoare netă prezentă (**VNP**).

Scanned with OKEN Scanner

Aceasta este esențială în teoria investițiilor. Prin maximizarea ei se majorează bogăția acționarilor și valoarea întreprinderii.

VAN trebuie privită în raport cu piața financiară care joacă rolul de normă de referință pentru deciziile de investiții ale întreprinderii. În general sunt întreprinse acele proiecte de investiții a căror rentabilitate estimată este superioară sau egală cu rata de plasament fără risc existentă pe piața financiară, cu aceeași scadență ca și investiția.

- **Definiție și calcul**

Valoarea actuală netă a unui proiect de investiții se determină ca diferență între fluxurile nete de trezorerie viitoare care se actualizează și valoarea investiției inițiale.

Formula de calcul a valorii actuale nete este:

$$VAN = \sum_{t=1}^{n} \frac{FT_t}{(1+k)^t} - I_o \qquad \text{sau} \qquad \sum_{t=0}^{n} \frac{FT_t}{(1+k)^t}$$

unde:

t- durata de viață a investiției;

FT_t- flux net de trezorerie pentru anul t;

k- rata de actualizare;

I_0- investiția inițială.

Pentru ca un proiect de investiții să fie rentabil, valoarea sa actuală netă trebuie să fie pozitivă. Cu alte cuvinte, dacă VAN > 0 înseamnă că, în unități monetare actuale, investiția are o valoare superioară costului său.

Scanned with OKEN Scanner

Exemplu pentru societatea GENEVAL

Fie două proiecte de investiții A și B pentru care se cunosc următoarele date:

Proiecte de investiții	Cheltuiala inițială	Fluxuri de trezorerie		
		An 1	An 2	An 3
A	20.000	14.000	14.000	14.000
B	20.000	10.000	15.000	10.000

Știind că rata de actualizare este de 19%, valoarea actuală a celor două proiecte de investiții se determină astfel:

$$VAN = \sum_{t=1}^{n} \frac{FT_t}{(1+k)^t} - I_o$$

$$VAN_A = \frac{14.000}{(1+0,19)^1} + \frac{14.000}{(1+0,19)^2} + \frac{14.000}{(1+0,19)^3} - 20.000 = 9958,64$$

$$VAN_B = \frac{10.000}{(1+0,19)^1} + \frac{15.000}{(1+0,19)^2} + \frac{10.000}{(1+0,19)^3} - 20.000 = 4.929,84$$

¤ Se observă că pentru ambele proiecte de investiții valoarea actuală netă este pozitivă, dar este ales proiectul A a cărui valoare actuală este mai mare.

Scanned with OKEN Scanner

- **Capitalizarea proiectelor de investiții**

Dacă nu se dorește evaluarea proiectului de investiții în unități monetare actuale, ci în unități monetare viitoare, se recurge la un calcul de capitalizare.

Pentru a capitaliza fluxurile generate de o investiție se procedează astfel:

- se capitalizează fluxurile de trezorerie anuale

Utilizând datele exemplului precedent, se poate scrie:

$$\sum_{t=1}^{n} FT_t \cdot (1+k)^{n-t} =$$

$$= 14.000 \cdot (1 + 0,19)^{3-1} + 14.000 \cdot (1 + 0,19)^{3-2} + 14.000 \cdot (1 + 0,19)^{3-3} =$$

$$= 14.000 \cdot (1,19)^2 + 14.000 \cdot (1,19)^1 + 14.000 \cdot 1 = 50.485$$

- se calculează valoarea investiției inițiale constant replasate pe piață la o rată fără risc.

La sfârșitul anului al treilea investiția reprezintă următorul capital:

$$I_o \cdot (1+k)^n =$$

$$= 20.000 \cdot (1,19)^3 = 33.704$$

- se face diferența între cele două valori capitalizate.

În acest mod se compară câștigul realizat prin investiția făcută pe piața bunurilor și serviciilor cu cel pe care l-ar fi adus capitalul inițial dacă ar fi fost plasat pe piața financiară.

Scanned with OKEN Scanner

$$C = \sum_{t=1}^{n} FT_t \cdot (1+k)^{n-t} - I_0 \cdot (1+k)^n =$$

$$= 50.485 - 33.704 = 16.781$$

unde:

C - câștig care reprezintă valoarea actuală netă a proiectului de investiții exprimată în unități monetare ale anului trei.

Se verifică faptul că:

$$VAN = \frac{C}{(1+k)^n} =$$

$$= \frac{16.781}{(1,19)^3} = 9.958$$

sau

$$C = VAN \cdot (1+k)^n =$$

$$= 9.958 \cdot (1,19)^3 = 16.781$$

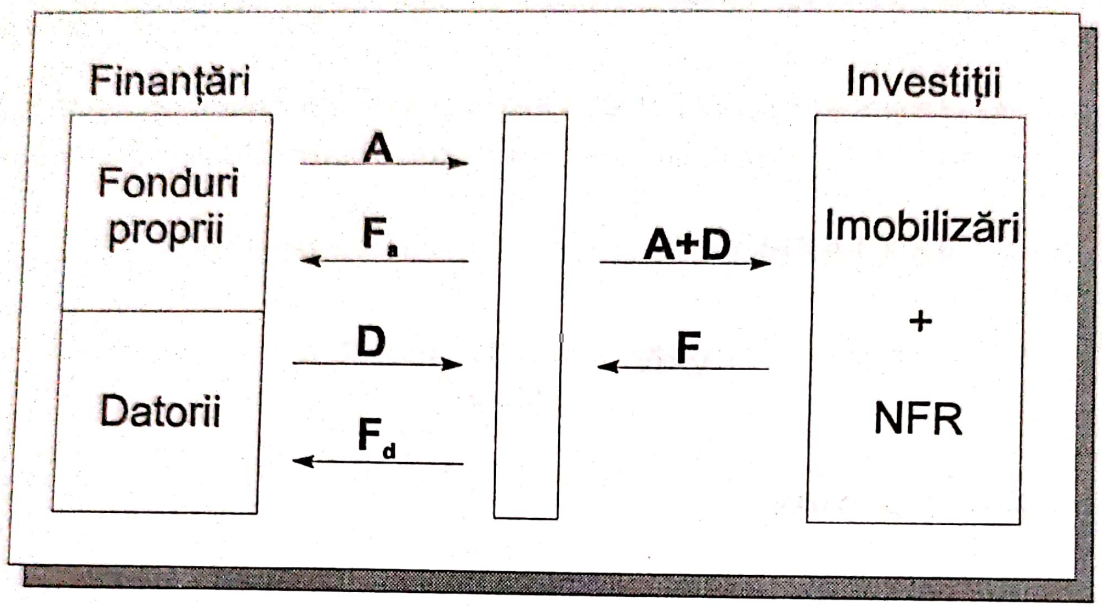
- **Compunerea ratei de actualizare**

Rata de actualizare a fluxurilor de trezorerie generate de proiectele de investiții, în condiții sigure sau certe care sunt caracteristice unei piețe financiare perfecte, se poate determina în două moduri:

- la nivelul ratei dobânzii pe piața financiară, cu o scadență corespunzătoare duratei de viață a investiției;
- la nivelul costului resurselor de finanțare ale proiectului de investiții.

Scanned with OKEN Scanner

Din punct de vedere financiar, întreprinderea poate fi considerată ca o interfață între resursele de finanțare, pe de o parte și proiectele de investiții, pe de altă parte, conform următoarei scheme:



Acționarii și creditorii (bancheri și deținători de obligațiuni) avansează în întreprindere resurse care vor fi utilizate pentru finanțarea investițiilor. Valoarea acestor resurse este dată de A+D.

Investiția va degaja două fluxuri de trezorerie nesigure (F) care vor fi repartizate între creditori și acționari. Creditorii vor primi sume sigure (F_d) care sunt definite contractual în momentul negocierii creditelor. Acționarii vor primi partea din rezultatul generat de investiție care nu a fost destinată serviciului datoriei (F_a) ($F_a = F - F_d$).

Costul resurselor de finanțare a proiectelor de investiții se diferențiază după cum urmează:

- resursele avansate de către acționari reclamă o remunerare sub formă de dividende care, pentru întreprindere, reprezintă un cost al capitalurilor proprii, notat cu k_a;

Scanned with OKEN Scanner

- datoriile contractate în vederea completării resurselor de finanțare reclamă o remunerare a creditorilor sub forma dobânzilor care, pentru întreprindere, reprezintă cheltuieli financiare. Costul datoriilor se notează cu k_d.

Dacă proiectul de investiții este finanțat integral din capitaluri proprii, rata de actualizare, notată cu k, va fi egală cu rata rentabilității cerută de acționari.

Dacă pe lângă capitalurile proprii sunt utilizate pentru finanțarea proiectului și credite, rata de actualizare se va determina sub forma unei medii ponderate între costurile celor două resurse.

- Aplicații ale VAN

a) Cazul proiectelor de investiții cu durată de viață diferită între care trebuie să se facă arbitrajul [18].

Pentru a se face o alegere între două sau mai multe proiecte de investiții, selecția se poate realiza după criteriul anuității echivalente (AEC). Va fi reținut proiectul a cărui contribuție la fluxul de trezorerie total anual al întreprinderii este cea mai ridicată.

$$AEC = VAN \cdot \frac{k}{1 - (1 + k)^{-n}}$$

Exemplu pentru societatea GENEVAL

- Fie două proiecte de investiții cu VAN egală cu 2.000 mii lei, respectiv 5.500 mii lei, iar durata de viață a investiției de 3, respectiv 5 ani. Rata de actualizare k este de 19%.

Scanned with OKEN Scanner

$$AEC_A = 2.000 \cdot \frac{0,19}{1-(1,19)^{-3}} = 934,58$$

$$AEC_B = 5.500 \cdot \frac{0,19}{1-(1,19)^{-5}} = 1.798,62$$

Se va reține proiectul B pentru că $AEC_B > AEC_A$.

b) Cazul unui buget de investiții limitat [18].

Dacă întreprinderea dispune de un buget limitat de investiții și are în vedere mai multe oportunități de investiții, ea va trebui să aleagă acele proiecte de investiții a căror VAN însumată este maximă.

Valoarea actuală netă dispune de proprietatea aditivității. Atunci, în cazul a două proiecte de investiții care nu sunt reciproc exclusive (se pot realiza simultan), se poate scrie relația:

$$\mathbf{VAN_{(A+B)} = VAN_A + VAN_B}$$

Exemplu pentru societatea GENEVAL

- Pentru exercițiile N și N+1 societatea dispune de un buget de investiții anual de 10.000 mii lei.
- Are în vedere 4 proiecte dintre care trebuie să aleagă, după cum urmează:

Proiecte	Cheltuiala inițială (ex.N)	Flux de trezorerie		VAN (k=19%)
		N+1	N+2	
A	-10.000	15.000	5.000	6.135,86
B	-4.000	2.000	10.000	4.742,32
C	-6.000	3.000	10.000	3.582,66
D	0	-20.000	45.000	14.970,70

Scanned with OKEN Scanner

- Pentru exercițiul N societatea poate alege între proiectul A (cu cheltuiala inițială de 10.000) și proiectul B+C (cu cheltuielile inițiale însumate de 4000+6000).

Calculând VAN se observă că $VAN_A < VAN_{B+C}$,
adică $6.135,86 < (4.742,32 + 3.582,66)$.

În acest caz se presupune că societatea va alege realizarea proiectelor B și C în locul realizării proiectului A.

Dar dacă ia în considerare și exercițiul următor N+1, când poate realiza proiectul D cu o cheltuială inițială de 20.000 și o VAN de 14970,7, va renunța la proiectele B și C. Aceasta pentru că dacă realizează proiectul A, el îi va aduce în exercițiul N+1 un flux de trezorerie de 10.000, pe care îl va adăuga bugetului de investiții al aceluiași exercițiu care este de 10.000 și astfel va putea realiza proiectul D.

Deci:

$$VAN_A + VAN_D = 6.135,86 + 14.970,7 = 21.106,56$$

care este mai mare decât

$$VAN_B + VAN_C = 4.742,32 + 3.582,66 = 8.324,98.$$

Selecția proiectelor de investiții se poate face și prin programare liniară. Pentru exemplul precedent aceasta se aplică astfel:

- $\max z = 6.135,86 \cdot x_1 + 4.742,32 \cdot x_2 + 3.582,66 \cdot x_3 + 14.970,7 \cdot x_4$
  cu constrângerile următoare:
  - pentru exercițiul N:
    $10.000 \cdot x_1 + 4.000 \cdot x_2 + 6.000 \cdot x_3 \leq 10.000$
  - pentru exercițiul N+1 :
    $-15.000 \cdot x_1 - 2.000 \cdot x_2 - 3.000 \cdot x_3 + 20.000 \cdot x_4 \leq 10.000$
- Variabilele x_1, x_2, x_3, x_4 pot lua doar valorile 0 și 1. Vor fi selecționate proiectele pentru care x ia valoarea 1.

Scanned with OKEN Scanner

b) Rata internă de rentabilitate (RIR)

O investiție este rentabilă dacă fluxurile pe care le generează sunt cel puțin egale cu costul ei.

Rata internă de rentabilitate este rata de actualizare pentru care suma fluxurilor de trezorerie actualizate este egală cu cheltuiala inițială a proiectului de investiții. Altfel spus, ea este rata de actualizare pentru care valoarea actuală netă este egală cu 0.

Formula de calcul a ratei interne de rentabilitate se bazează pe cea de determinare a valorii actuale nete, astfel:

$$VAN = \sum_{t=1}^{n} \frac{FT_t}{(1 + RIR)^t} - I_0 = 0$$

Se observă că valoarea actuală netă este pozitivă doar atunci când rata de actualizare k este mai mică decât rata internă de rentabilitate RIR. În consecință, proiectul va fi acceptat dacă RIR>k.

Exemplu pentru societatea GENEVAL

- Cheltuiala inițială cu investiția este de 30.000 mii lei, iar fluxurile de trezorerie pentru următorii doi ani sunt de câte 20.000 mii lei.

Rata internă de rentabilitate a proiectului de investiții se determină în felul următor:

$$VAN = \frac{20.000}{(1 + RIR)^1} + \frac{20.000}{(1 + RIR)^2} - 30.000 = 0 \Rightarrow RIR = 21,52\%$$

Presupunând că rata de actualizare k este de 19%, deci inferioară ratei interne de rentabilitate, se poate concluziona că proiectul de investiții poate fi acceptat.

Scanned with OKEN Scanner

RIR prezintă neajunsul că, dacă este folosită ca și criteriu unic de selecție a proiectelor de investiții, poate să conducă la concluzii eronate față de criteriul valorii actuale nete VAN, care este considerat cel mai pertinent. Erorile de apreciere a ratei interne de rentabilitate apar atunci când se analizează proiecte care se diferențiază prin mărimea cheltuielii inițiale sau a fluxurilor de trezorerie anuale [18].

Exemplu pentru societatea GENEVAL

- Fie proiectele A și B cu cheltuiala inițială diferită, după cum urmează:

- mii lei -

Proiecte	Cheltuiala inițială	Flux de trezorerie		RIR %	VAN (k=19%)
		An 1	An 2		
A	-30.000	20.000	20.000	21,52	930,02
B	-48.000	30.000	34.000	21,02	1.219,68

- Conform RIR s-ar alege proiectul A, iar conform VAN s-ar alege proiectul B. Se calculează atunci proiectul diferențial B-A, cu cheltuiala inițială de 18.000 mii lei și fluxurile de trezorerie de 10.000 mii lei, respectiv 14.000 mii lei.

Pentru proiectul diferențial (B-A) se obțin:

VAN= 289,67 > 0 și RIR = 20,24% > k

Deci proiectul (B-A) se poate alege alături de proiectul A.

=> (B-A) + A.

În concluzie se va realiza proiectul B.

Scanned with OKEN Scanner

Scanned with OKEN Scanner

CAPITOLUL 11

EVALUAREA ÎNTREPRINDERILOR ÎN DIFICULTATE

11.1. Noțiunea de întreprindere în dificultate

Definirea întreprinderii în dificultate comportă două abordări:

- din punct de vedere juridic;
- din punct de vedere economic.

Din punct de vedere juridic, o întreprindere în dificultate este aceea **care se află în stare de încetare a plăților și este angajată într-o procedură de redresare judiciară** [18]. Această definiție are un caracter obiectiv, dar reduce dificultățile pe care le poate întâmpina întreprinderea la manifestarea lor externă și ultimă și pune accentul pe dimensiunea și sancțiunea juridică a dificultăților. De asemenea este o constatare pasivă a unui stadiu agravat al dificultăților și exclude orice efort de revenire a acestora.

Din punct de vedere economic, **dificultățile unei întreprinderi sunt nuanțate și reprezintă riscuri efective sau materializate, produse de slăbiciunile funcțiilor de exploatare (economice) ale întreprinderii**. Aceste riscuri pot conduce doar la dificultăți temporare de trezorerie, care de cele mai multe ori se remediază, sau la dificultăți structurale care generează falimentul sau începerea acțiunii de redresare.

11.2. Simptomele de vulnerabilitate ale întreprinderii

Vulnerabilitatea poate fi definită drept o caracteristică a întreprinderii pentru care riscul de neplată este ridicat în cazul în care survin anumite evenimente.

Simptomele vulnerabilității care uneori se confundă cu cauzele acesteia sunt de fapt acele **puncte slabe sau slăbiciuni ale funcțiilor întreprinderii care au un impact financiar și care se pot constata prin diagnosticare**.

În teoria și practica financiară se întâlnesc mai multe prezentări ale caracteristicilor de vulnerabilitate.

Una dintre aceste prezentări este următoarea [18]:

- reportarea repetată a scadențelor;
- neplata datoriilor fiscale și sociale (involuntară);
- nerespectarea datelor legale de convocare și ținere a Adunării generale a acționarilor.

Scanned with OKEN Scanner

O altă prezentare a caracteristicilor de vulnerabilitate aparține Uniunii Europene a Experților Contabili și acestea ar putea fi:

- un fond de rulment negativ sau o situație netă negativă;
- importante împrumuturi pe termen scurt utilizate pentru finanțarea datoriilor și investițiilor nerealizabile imediat;
- împrumuturi importante devin scadente fără să apară posibilitatea reînnoirii lor;
- imposibilitatea achitării datoriilor la scadențe normale;
- imposibilitatea obținerii unei finanțări pentru investițiile indispensabile supraviețuirii întreprinderii;
- survenirea unui eveniment grav care pune în cauză continuarea exploatării;
- persistența unei proaste gestionări.

Se poate concluziona că vulnerabilitatea întreprinderii este dată de riscul economic care are incidențe asupra rezultatului și solvabilității întreprinderii precum și de riscul financiar pe care îl prezintă aceasta.

Riscul economic se degajă din diagnosticarea funcțiilor economice (de exploatare) care au impact financiar sau care furnizează informații cantitative de natură financiară.

Riscul financiar se degajă din diagnosticarea funcției financiare și poate fi structurat în [5]: risc de îndatorare, risc valutar, risc al ratei dobânzii, risc al inflației, risc de faliment.

Scanned with OKEN Scanner

11.3. Cauzele dificultăților întreprinderilor

Dificultățile întreprinderilor se datorează atât erorilor de gestiune cât și factorilor de mediu, care exercită o acțiune convergentă în procesul degradării. O întreprindere slăbită datorită unui sistem de gestiune prost va avea o capacitate de adaptare redusă în cazul unei evoluții defavorabile a mediului economico-social.

În urma unui studiu efectuat în Franța pe un eșantion de 267 de întreprinderi mici și mijlocii (care de fapt dețin o pondere de 95% în totalul întreprinderilor în dificultate) s-au constatat următoarele **dificultăți cu care se confruntă acestea și cauzele care le generează** [12]:

a) reducerea activității datorată:

- reducerii cererii (accidentală sau conjuncturală);
- pierderii unor clienți importanți;
- dezvoltării concurenței interne sau externe;
- slabei competitivități a produselor;
- învechirii tehnologice a produselor;
- falimentului unui furnizor sau a celui căruia i s-a cedat prelucrarea unor produse ale întreprinderii.

b) reducerea rezultatului financiar și a rentabilității datorată:

- alegerii de strategii inadecvate;
- rigidității prețurilor de vânzare;
- cheltuielilor mari cu personalul;
- utilajelor de producție vechi;
- cheltuielilor financiare mari;

Scanned with OKEN Scanner

- creșterii prețurilor la materiile prime.

c) probleme specifice de trezorerie cum sunt:

- falimentul unor clienți importanți;
- suspendarea creditelor pe termen scurt datorate condițiilor monetare;
- stocuri prea mari;
- subcapitalizare în cazul unei creșteri rapide;
- prelungirea impusă a creditului comercial acordat clienților;
- reducerea impusă a creditului comercial primit din partea furnizorilor.

d) probleme de management cum sunt:

- incapacitatea managerului;
- formarea tehnică insuficientă a managerului pentru a se adapta unor noi piețe;
- necunoașterea costurilor de producție;
- dezorganizarea sau neînțelegerea echipei de conducere;
- succesiune prost asigurată a managerului;
- salarii prea mari ale managerilor.

e) cauze accidentale cum sunt:

- deces sau boală a managerului;
- calamități;
- probleme sociale interne.

Cunoașterea cauzelor posibile ale dificultăților întreprinderii poate conduce la unele intervenții corective. Dacă sunt descoperite anticipat de către conducerea întreprinderii se pot lua măsuri care

vor limita efectele acestor dificultăți și vor evita falimentul (riscul de neplată). Dacă dificultățile sunt detectate de terți, aceștia pot reacționa diferit: fie vor anula relațiile cu întreprinderea în cauză, fie vor menține aceste relații cu condiția ca întreprinderea să-și întocmească un plan de redresare.

Dacă dificultățile sunt descoperite de abia când sunt în plină manifestare chiar și atunci analiza acestora permite reperarea cauzelor și orientarea optimă a măsurilor curative ce aparțin planului de redresare.

11.4. Partenerii unei întreprinderi în dificultate [7]

Aceștia sunt:

a) Investitorii care la rândul lor pot fi:

- profesioniști - cei care vor să redreseze întreprinderea prin infuzie de capital, chiar în ideea revinderii ei;
- investitorii din interiorul întreprinderii - conducere și salariați care sunt interesați în păstrarea locurilor de muncă sau realizare profesională;
- alte întreprinderi interesate care prin cumpărarea întreprinderii urmăresc cucerirea unei părți din piață, integrare verticală, eliminarea concurenței sau doar apărarea modalităților de aprovizionare, păstrarea piețelor de desfacere etc.

b) Vechii acționari care pot interveni doar înainte de declanșarea procedurii judiciare și care încearcă să-și salveze investiția inițială în întreprindere.

Scanned with OKEN Scanner

c) Organele judiciare, care sunt parteneri privilegiați după începerea procedurii judiciare și care urmăresc realizarea unei bune afaceri.

11.5. Întreprinderi neredresabile și întreprinderi redresabile

Diferențierea dintre cele două categorii de întreprinderi se poate observa din următoarele aspecte care le caracterizează:

a) - întreprinderea neredresabilă își încetează activitatea fiind supusă procedurii falimentului;

- întreprinderea redresabilă își continuă activitatea inițială sau demarează o nouă activitate în așa-numita perioadă de redresare care se întinde pe mai mulți ani și în care lucrează mult sub capacitate, cu rezultate pozitive sau tranzitorii. În unele cazuri poate și ea să-și înceteze activitatea, atunci când redresarea eșuează.

b) - întreprinderea neredresabilă, care în consecință se lichidează, este evaluată la valoarea de lichidare specifică lichidării judiciare sau forțate;

- în cazul întreprinderii redresabile se stabilește o valoare maximă care servește ca referință în stabilirea prețului de negociere în cazul preluării acesteia. Cu toate că este mai mare decât valoarea de lichidare, prețul de negociere este de cele mai multe ori inferior valorii maxime a întreprinderii redresabile sau chiar negativ. Vânzătorul sau proprietarul întreprin-

Scanned with OKEN Scanner

VT - valoarea întreprinderii la termen;

r - rata de actualizare;

n - numărul de ani ai orizontului de prognoză;

FIN - sumele care trebuie investite în cursul orizontului de prognoză (perioadei de redresare).

a) Valoarea la termen (**VT**)

Aceasta reprezintă valoarea întreprinderii presupusă a fi redresată în ultimul an al orizontului de prognoză. Ea se calculează după metodele clasice de evaluare, fie patrimoniale, fie de rentabilitate. În practica mondială se utilizează, din rândul metodelor patrimoniale, activul net contabil, iar dintre metodele de rentabilitate, cea bazată pe rezultatul financiar brut sau net.

Activul net contabil din ultimul an de prognoză se determină în funcție de activul net de pornire, înainte de redresare, căruia i se adaugă investițiile și activele de exploatare estimate și se scad pasivele de exploatare (eventual creditele) estimate pentru perioada de redresare. În acest caz valoarea la termen a întreprinderii (VT) este egală cu activul net în ultimul an al orizontului de prognoză (n):

$$VT = ANC_n$$

Această metodă prezintă neajunsul complexității și greutăților de previziune ale elementelor sale componente. De aceea de cele mai multe ori se apelează la o metodă de rentabilitate.

Cea mai utilizată metodă de rentabilitate este cea a capitalizării rezultatului net care a fost estimat pentru ultimul an de prognoză. Capitalizarea se face prin aplicarea ratei de actualizare estimate de evaluator în cazul în care perioada de capitalizare curge de la ulti-

Scanned with OKEN Scanner

mul an al orizontului de previziune pentru redresare și tinde spre infinit. Cu alte cuvinte, valoarea întreprinderii presupusă a fi redresată în ultimul an de prognoză se determină prin însumarea rezultatului ultimului an de prognoză presupus a se obține.

Valoarea la termen (VT) obținută prin capitalizarea rezultatului net al ultimului an de prognoză (RN) se calculează după formula:

$$VT = \frac{RN_n}{r'}$$

unde:

r' - rata de actualizare.

Rata de actualizare a rezultatului (r') nu este identică cu cea care se va aplica pentru stabilirea valorii finale a întreprinderii redresabile (r). Aceasta pentru că deși rata neutră este aceeași și în ambele cazuri se neglijează componenta inflaționistă (pentru că și rezultatul este exprimat în prețuri constante, care nu includ inflația), mărimea riscului diferă, în principal datorită orizontului de prognoză diferit.

b) Rata de actualizare (r)

Rata de actualizare se compune din rata neutră și prima de risc, dacă valoarea ce va fi actualizată este exprimată în prețuri constante, obținându-se o rată de actualizare deflatată. Dacă valoarea de actualizat este exprimată în prețuri curente, care țin seama de rata previzionată a inflației, o a treia componentă a ratei de actualizare este inflația, obținându-se o rată de actualizare nedeflatată.

Pentru stabilirea ratei de actualizare a valorii la termen a întreprinderii redresabile se procedează astfel:

Scanned with OKEN Scanner

- rata neutră se stabilește de către evaluator care alege o referință anume dintre: costul capitalurilor investite, rata dobânzii din sectorul public sau privat, randamentul mediu al acțiunilor la Bursa de valori sau altele;

- prima de risc reprezintă aprecierea riscului specific redresării întreprinderii preluate. Aceasta ia în considerare:
  - riscuri de nerealizare a previziunilor efectuate în materie de rezultate financiare;
  - riscuri legate de elemente care nu pot fi reflectate prin conturi în momentul preluării întreprinderii în dificultate. Acestea din urmă cuprind [7]:
    - riscuri legate de datele contabile prezentate care pot să denatureze voit rezultatul financiar (a se citi pierderea) cum sunt: schimbarea metodei de evaluare a stocurilor, schimbarea ritmului de amortizare a imobilizărilor, întârzierea contabilizării cheltuielilor, diminuarea sau omisiunea provizioanelor, activarea unor elemente care inițial au fost imputate cheltuielilor de exploatare etc.;
    - riscuri juridice legate de relațiile întreprinderii cu clienții și furnizorii săi cum ar fi: angajarea unor contracte costisitoare pentru viitor, servicii de garanție prea lungi, contracte comerciale conținând clauze defavorabile întreprinderii etc.;
    - riscuri fiscale legate de impozitele și taxele datorate de întreprindere și necontabilizate;
    - riscuri generate de preluarea întreprinderii, printre care se pot enumera: diminuarea creditului comercial acordat de către furnizori, serviciile de garanție și întreținere de acordat gratuit clienților, publicitate pentru liniștirea clientelei, schimbarea atitudinii personalului care poate cere noului proprietar solvabil mărirea salariilor etc.

Scanned with OKEN Scanner

Rata de actualizare astfel determinată se va aplica valorii la termen a întreprinderii care este adusă în valori ale prezentului (momentul preluării întreprinderii redresabile) prin procedeul actualizării pe un interval de prognoză finit de n ani.

c) Sumele de investit (**FIN**)

Așa cum s-a mai arătat, sumele de investit în întreprindere de către cel care o preia se compun din sumele destinate redresării care finanțează imobilizările și nevoia de fond de rulment și eventual sumele care acoperă insuficiența de rentabilitate în cursul perioadei de redresare.

Sumele de investit în întreprinderea redresabilă vor fi actualizate. Acestea vor diminua valoarea la termen actualizată a întreprinderii și implicit valoarea maxim posibilă de obținut din partea potențialilor investitori.

Exemplu pentru societatea GENEVAL

- Fie următoarele date financiare privind perioada de redresare a societății (care este de 4 ani):

- mii lei -

Ani	Sume de investit	Rezultatul brut	Valoare medie a rezultatului brut (RB)
N+1	4.000.000	2.000.000 – 2.500.000	2.250.000
N+2	2.000.000	2.000.000 – 3.000.000	2.500.000
N+3	-	10.000.000 – 11.000.000	10.500.000
N+4	-	17.000.000 – 19.000.000	18.000.000

Scanned with OKEN Scanner

Alte informații:

- valoarea la termen se calculează prin capitalizarea rezultatului net al ultimului an al orizontului de prognoză;
- rata de actualizare care va servi capitalizării rezultatului net al anului N+4 pe perioada [N+4,∞] = 20%;
- rata de actualizare a valorii la termen pe perioada [N,N+4] = 24%;
- cota de impozit pe profit i = 38%.

Se cere: determinarea valorii maxime pe care o poate oferi un investitor pentru această întreprindere redresabilă.

Rezolvare:

a) stabilirea valorii la termen (VT):

$$VT = \frac{RN_n}{r}$$

$$RN_n = RB_n \cdot (100 - i)$$

$$RN_n = 18.000.000 \cdot 62\% = 11.160.000$$

$$VT = \frac{11.160.000}{0,2} = 55.800.000$$

b) actualizarea valorii la termen:

$$\frac{VT}{(1+r)^n} = \frac{55.800.000}{(1+0,24)^4} = 23.602.064$$

c) actualizarea sumei investite în al doilea an al perioadei de prognoză și determinarea sumelor de investit în momentul actual (FIN):

FIN:			
	N+1	.....	4.000.000
	N+2	$\left(\frac{2.000.000}{(1+0,24)^1} = 1.612.903\right)$	1.612.903
			5.612.903

d) determinarea valorii maxime a întreprinderii redresabile:

$$V = \frac{VT}{(1+r)^n} - FIN$$

$$V = 23.602.064 - 5.612.903 = 17.989.161$$

- O altă metodă de evaluare a întreprinderilor redresabile este cea aplicată la **evaluarea proiectelor de investiții.**

Folosirea acesteia se bazează pe asimilarea reluării activității întreprinderii redresabile cu lansarea unui nou proiect de investiții pentru care se calculează valoarea actuală netă (VAN).

Așa cum s-a prezentat în capitolul 10 „Evaluarea proiectelor de investiții" valoarea actuală netă (VAN) a proiectului de investiții se determină actualizând mai întâi fluxurile nete de trezorerie pe care le va degaja investiția pe parcursul unui interval de prognoză și apoi scăzând valoarea investiției inițiale.

$$VAN = \sum_{t=1}^{n} \frac{F_t}{(1+r)^t} - I_o$$

unde:

t - orizont de prognoză;

F_t - flux net de trezorerie pentru anul t;

r - rata de actualizare;

I_o - investiția inițială.

Scanned with OKEN Scanner

a) Orizontul de prognoză (**t**) reprezintă durata de viață a investiției (a întreprinderii redresabile).

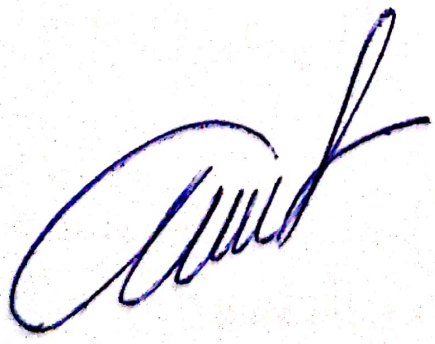
b) Fluxul net de trezorerie anual (**F_t**) se compune din fluxurile de trezorerie generate de activitatea de investiții și de exploatare a întreprinderii care se redresează.

c) Rata de actualizare (**r**) se compune din rata neutră și prima de risc (eventual inflația).

Rata neutră, în cazul investițiilor, reprezintă rata de eficiență a capitalului investit și se stabilește în funcție de rata de fructificare medie a capitalului investit în sectorul de activitate căruia îi aparține întreprinderea redresabilă.

Rata neutră este majorată în cazul întreprinderii redresabile cu o primă de risc specifică.

d) Investiția inițială (**I_0**) reprezintă sumele pe care le injectează în întreprindere, în scopul redresării, cei care preiau afacerea.



Scanned with OKEN Scanner

BIBLIOGRAFIE

1. **Alexander D., Britton A.** — Financial Reporting, Chapman and Hall, London, 1994.
2. **Banque de France, Centrale de bilans** — Methodes d'analyse et presentation des résultats, décembre, 1978.
3. **Banque de France** — Note d'information, nr.88, avril, 1990.
4. **Banque de France** — Note d'information, nr.79, décembre, 1988.
5. **Bătrâncea I.** — Analiza economică și financiară a societăților comerciale, Editura Eta, Cluj-Napoca, 1996.
6. **Bătrâncea I., Stăneanu Gh.** — Analiza fluxurilor de trezorerie, Editura Dacia, Cluj-Napoca, 1997.
7. **Brilman J., Maire C.** — Manuel d'évaluation des entreprises, Les Editions d'organisation, 1993.
8. **Căinap I., Bătrâncea I.** — Analiza economică și financiară a firmelor industriale, Universitatea „Babeș-Bolyai", Facultatea de Științe Economice, Catedra de Analiză economică, Cluj-Napoca, 1993.
9. **Charreaux G.** — Gestion financière, Editura Litec, Paris, 1991.
10. **Cistelecan L. M.** — Procesul investițional, Editura Academiei, București, 1983.
11. **Cistelecan L. M., Cistelecan R.** — Structura investițiilor și resursele de finanțare, Tribuna economică, nr.23/1996.
12. **Cohen E.** — Analyse financière, Editura Economica, Paris, 1994.
13. **Cristea H., Cârceie R.** — Importanța evaluării economice a întreprinderii, Revista generală de contabilitate și expertiză, nr. 2-3/1996.
14. **Drăgoescu E., Drăgoescu A.** — Piețe financiare și operațiuni de bursă, Editura Mesagerul, Cluj-Napoca, 1995.
15. **Esnault B., Hoarau C.** — Comptabilité financière, Ed. Presses Universitaires Françaises, Paris, 1994.
16. **Griffith S.** — Gestion financière, Editura Eyrolles Université, Paris, 1991.
17. **Hirigoyen G., Degos J.G.** — Evaluation des sociétés et de leurs titres, Vuibert Gestion, Paris, 1988.
18. **Jobard J.P., Raimbourg P., Navatte P.** — Diagnostic financièr, Editura Dalloz, Paris, 1994.
19. **Loeb J., Thevenot M.** — Analiza și gestiunea financiară (traducere din Nouvelle Edition Fiduciare)
20. **Lucey T.** — Management accounting, D.P. Publication Ltd., London, 1993.

Scanned with OKEN Scanner

21. **Mărgulescu D. și colectiv** — Analiza economico-financiară a întreprinderii, Tribuna economică, București, 1994.

22. **Meheut B.** — Analyse financière - Lecture du bilan, Editura Economica, Paris, 1993.

23. **Mureșan A.S., Blaga P.** — Matematici aplicate în economie, Vol.II, Transilvania Press, Cluj-Napoca, 1996.

24. **Niculescu M.** — Diagnostic global strategic, Editura Economică, București,1997.

25. **Oprean I. și colectiv** — Întocmirea și auditarea bilanțului contabil, Editura Intelcredo, Deva, 1997.

26. **Oprean I. și colectiv** — Bazele contabilității agenților economici din România, Editura Intelcredo, Deva, 1995.

27. **Parienté S.** — Analyse et mathématiques financières, Vuibert Gestion, Paris, 1991.

28. **Pântea I. P., Deaconu A.** — Aspecte privind lichidarea întreprinderii, Revista generală de contabilitate și expertiză, nr. 4-5/1997.

29. **Raffegeau J. și colectiv** — Mémento pratique, Editura F. Lefebvre, Paris, 1991.

30. **Ristea M.** — Evaluarea în contabilitate și fiscalitatea, Revista generală de contabilitate și expertiză, nr.11, anul III, 1995.

31. **Robinson S.** — Management financiar, Editura Teora, București, 1995.

32. **Stan S.** — Evaluarea întreprinderii, Editura Teora, București, 1996.

33. **Stănescu C. , Işfănescu A., Băicuși A.** — Analiză economico-financiară, Editura Economică, București,1996.

34. **Stolowy H.** — Le tableau de financement, Editions Comptables Malesherbes, Paris, 1990.

35. **Toma M., Chivulescu M.** — Ghid pentru diagnostic și evaluarea întreprinderii, Editat de C.E.C.C.A.R., București, 1994.

36. **Vernimmen P.** — Finance d'entreprise: Analyse et gestion, Editura Dalloz, Paris, 1981.

37. **Vintilă G.** — Evaluarea proiectelor de investiții prin criterii financiare, Tribuna economică, nr.29/1996.

38. *** — Sistemul contabil al agenților economici din România, Ministerul Finanțelor, 1994.

39. *** — H.G. nr. 457/1997 pentru aprobarea Normelor metodologice privind procedurile de privatizare

40. *** — Legea contabilității nr.82/1991.

41. *** — American Institute of Real Estate Appraisers Appraisal of Real Estate, ninth edition in English, 1989.

Scanned with OKEN Scanner

CUPRINS

1. CADRUL GENERAL AL EVALUĂRII 5

1.1. De ce evaluare economică și nu contabilă? 8
1.2. Momentele în care se face evaluarea economică 15
1.3. Beneficiarii lucrării de evaluare 16
1.4. Evaluatorul și raportul de evaluare 19
1.5. Etapele acțiunii de evaluare 22

2. DIAGNOSTICUL STRATEGIC AL ÎNTREPRINDERII 25

2.1. Cadrul general 25
2.2. Obiectivele diagnosticului strategic 27
2.3. Etapele de realizare a diagnosticului strategic 30
2.4. Mijloacele și procedeele de lucru ale diagnosticului strategic 32

3. DIAGNOSTICUL FUNCȚIILOR ÎNTREPRINDERII 35

3.1. Cadrul general 35
3.2. Diagnosticul juridic 39
3.3. Diagnosticul comercial 43
3.4. Diagnosticul producției-exploatării 50
3.5. Diagnosticul personalului 59

4. DIAGNOSTICUL FINANCIAR-CONTABIL AL ÎNTREPRINDERII 67

4.1. Diagnosticul contabil 68
4.2. Diagnosticul financiar 73

5. METODE DE EVALUARE PATRIMONIALE 163

5.1. Valorile patrimoniale 164
5.2. Metode de evaluare bazate pe valori matematice 165
5.3. Metode de evaluare bazate pe valori funcționale 182

Scanned with OKEN Scanner

6. METODE DE EVALUARE BAZATE PE RENTABILITATE 189

6.1. Cadrul general 189
6.2. Metoda de actualizare a cash-flow-urilor 211
6.3. Metoda de capitalizare a beneficiilor 218

7. METODE DE EVALUARE COMBINATE 221

7.1. Metoda de evaluare bazată pe combinarea unei valori patrimoniale cu una de rentabilitate 221
7.2. Metode de evaluare bazate pe noțiunea de goodwill .. 225

8. METODE DE EVALUARE BURSIERE..... 235

8.1. Acțiunea și valorile care îi corespund 235
8.2. Cursul acțiunii..... 237
8.3. Metode de evaluare bursiere 239

9. EVALUAREA ELEMENTELOR INTANGIBILE 255

9.1. Cadrul general 255
9.2. Elemente intangibile care se înregistrează în patrimoniul întreprinderii 257
9.3. Elemente intangibile neînregistrate în contabilitate..... 267

10. EVALUAREA PROIECTELOR DE INVESTIȚII 273

10.1. Cadrul general 273
10.2. Noțiunea de investiție și tipurile sale..... 275
10.3. Metode de evaluare a proiectelor de investiții..... 277
10.3.1. Metode tradiționale de evaluare a proiectelor de investiții..... 278
10.3.2. Metode actuariale de evaluare a proiectelor de investiții..... 280

Scanned with OKEN Scanner

11. EVALUAREA ÎNTREPRINDERILOR ÎN DIFICULTATE 299

11.1. Noțiunea de întreprindere în dificultate 299
11.2. Simptomele de vulnerabilitate ale întreprinderii 300
11.3. Cauzele dificultăților întreprinderilor 302
11.4. Partenerii unei întreprinderi în dificultate [7] 304
11.5. Întreprinderi neredresabile și întreprinderi redresabile 305
11.6. Metode de evaluare a întreprinderilor redresabile 306

BIBLIOGRAFIE 315

Scanned with OKEN Scanner

Au mai apărut:

- Bazele contabilității
  Prof.univ.dr. IOAN OPREAN - coordonator
- Managementul contabilității românești
  Prof.univ.dr. IACOB PETRU PÂNTEA
- Contabilitatea de gestiune în comerț
  Conf.univ.dr. ATANASIU POP
  Prof.univ.dr. PARTENIE DUMBRAVĂ
  Preparator drd. GHEORGHE FĂTĂCEANU
- Contabilitatea de gestiune în industrie
  Prof.univ.dr. PARTENIE DUMBRAVĂ
  Conf.univ.dr. ATANASIU POP
- Contabilitate comparată și aprofundată
  Conf.univ.dr. ATANASIU POP
- Întocmirea și auditarea bilanțului contabil
  Prof.univ.dr. IOAN OPREAN - coordonator
- Comportamentul consumatorului
  Conf.univ.dr. IOAN PLĂIAȘ
- Diagnoză, restructurare și perspective de revitalizare societățile comerciale
  Dr. TEODOR HADA

Scanned with OKEN Scanner

ISBN 973-97879-8-3

35000

Diagnosticul și evaluarea unui activ sau a unei întreprinderi conduc la stabilirea valorii lor de piață.
„Valoarea de piață reprezintă cel mai probabil preț care poate fi primit, la o anumită dată, în numerar sau sub forma altor mijloace de plată, pentru o proprietate supusă vânzării pe o piață competitivă care îndeplinește toate condițiile pentru o vânzare corectă, cu un cumpărător și vânzător care acționează prudent, în cunoștință de cauză, pentru propriul interes și fără să fie supuși vreunor constrângeri."

- Appraisal of Real Estate -
publicată de Institutul American pentru Evaluarea Proprietății Imobiliare

Scanned with OKEN Scanner

ISBN 973-97879-8-3

35000

Diagnosticul și evaluarea unui activ sau a unei întreprinderi conduc la stabilirea valorii lor de piață.
„Valoarea de piață reprezintă cel mai probabil preț care poate fi primit, la o anumită dată, în numerar sau sub forma altor mijloace de plată, pentru o proprietate supusă vânzării pe o piață competitivă care îndeplinește toate condițiile pentru o vânzare corectă, cu un cumpărător și vânzător care acționează prudent, în cunoștință de cauză, pentru propriul interes și fără să fie supuși vreunor constrângeri."

- Appraisal of Real Estate -
publicată de Institutul American pentru Evaluarea Proprietății Imobiliare

Scanned with OKEN Scanner